

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA  
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA FINANČÍ

Ocenění společnosti Třinecké železářny, a. s.

Valuation of the company Třinecké železářny, a. s.

Student:

Bc. Vendula Jančálková

Vedoucí diplomové práce:

Ing. Miroslav Čulík, Ph.D.

Ostrava 2010

VŠB - Technická univerzita Ostrava  
Ekonomická fakulta  
Katedra financí

## Zadání diplomové práce

Student: **Bc. Vendula Jančálková**  
Studijní program: N6202 Hospodářská politika a správa  
Studijní obor: 6202T010 Finance  
Specializace: 00 Finance  
Téma: **Ocenění společnosti Třinecké železárny, a. s.**  
**Valuation of the company Třinecké železárny, a. s.**

Zásady pro vypracování:

1. Úvod
2. Teoretické principy oceňování
3. Základní údaje o oceňované společnosti a její analýza
4. Stanovení hodnoty společnosti
5. Závěr

Seznam použité literatury

Seznam zkratk

Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Přílohy

Seznam doporučené odborné literatury:

DLUHOŠOVÁ, D. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 1. vyd. Praha: Ekopress, s. r. o., 2006. 191 s. ISBN 80-86119-58-0.

KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*. 2. přeprac. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001. 362 s. ISBN 80-7179-529-1.

MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress, s. r. o., 2007. 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.

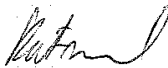
Formální náležitosti a rozsah diplomové práce stanoví pokyny pro vypracování zveřejněné na webových stránkách fakulty.


Vedoucí diplomové práce: **Ing. Miroslav Čulík, Ph.D.**

Datum zadání: 20.11.2009

Datum odevzdání: 30.04.2010.



  
Ing. Iveta Ratmanová, Ph.D.  
vedoucí katedry

  
prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová  
děkanka fakulty

Děkuji tímto vedoucímu diplomové práce Ing. Miroslavu Čulíkovi, Ph.D. za jeho cenné rady a kritické připomínky, které mi byly přínosem při zpracování této diplomové práce.

Místopřísežně prohlašuji, že jsem diplomovou práci včetně všech příloh vypracovala samostatně, za použití uvedené literatury.

V Ostravě dne 30. dubna 2010

.....

Vendula Jančálková

## OBSAH

1	Úvod.....	6
2	Teoretické principy oceňování.....	7
2.1	Definice podniku.....	7
2.2	Důvody oceňování podniku .....	7
2.3	Hodnota podniku.....	8
2.3.1	Tržní hodnota.....	8
2.3.2	Subjektivní (investiční) ocenění .....	8
2.3.3	Objektivizovaná hodnota .....	9
2.4	Proces ocenění .....	9
2.4.1	Strategická analýza .....	10
2.4.2	Finanční analýza .....	10
2.4.3	Analýza absolutních a rozdílových ukazatelů .....	11
2.4.4	Poměrové ukazatele .....	12
2.4.4.1	Ukazatele rentability .....	12
2.4.4.2	Ukazatele likvidity .....	13
2.4.4.3	Ukazatele aktivity .....	14
2.4.4.4	Ukazatele finanční stability a zadluženosti.....	15
2.4.5	Finanční plán.....	16
2.5	Metody oceňování.....	17
2.5.1	Výnosové metody .....	18
2.5.1.1	Metody diskontovaných peněžních toků .....	18
2.5.1.2	Metoda kapitalizovaných zisků .....	21
2.5.1.3	Metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA).....	22
2.5.2	Majetkové metody .....	23
2.5.2.1	Účetní metoda .....	23
2.5.2.2	Substanční metoda .....	23
2.5.2.3	Metoda likvidační hodnoty .....	24
2.5.3	Komparativní metody .....	24
2.5.4	Kombinované metody.....	24
2.6	Stanovení peněžních toků .....	25
2.6.1	Volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele .....	25

2.6.2	Volný peněžní tok pro vlastníky .....	26
2.7	Stanovení nákladů kapitálu .....	26
3	Základní údaje o oceňované společnosti a její analýza .....	31
3.1	Profil společnosti .....	31
3.1.1	Členění jednotlivých provozů společnosti .....	32
3.1.2	Vlastnická struktura .....	32
3.1.2	Vybrané kapitálové účasti společnosti .....	33
3.2	Strategická analýza .....	33
3.2.1	Analýza makroprostředí .....	33
3.2.1.1	Hrubý domácí produkt .....	34
3.2.1.2	Inflace .....	35
3.2.1.3	Úrokové sazby a měnový kurz .....	36
3.2.1.4	Nezaměstnanost .....	38
3.2.2	Analýza mikroprostředí .....	38
3.3	Finanční analýza .....	39
3.3.1	Vývoj základních absolutních ukazatelů .....	40
3.3.2	Horizontální a vertikální analýza .....	41
3.3.1	Poměrová analýza .....	42
3.4	Dlouhodobý finanční plán .....	46
3.4.1	Plán rozvahy .....	46
3.4.2	Plán výkazu zisků a ztráty .....	47
4	Stanovení hodnoty společnosti .....	49
4.1	Výpočet nákladů kapitálu .....	49
4.2	Ocenění metodou DCF – Equity .....	51
4.3	Ocenění metodou kapitalizovaných zisků .....	52
4.4	Komparace výsledků .....	55
5	Závěr .....	56
	Seznam použité literatury .....	57
	Seznam zkratk	
	Prohlášení o využití výsledků diplomové práce	
	Seznam příloh	

# 1 Úvod

Ocenění společnosti se stává důležitým nástrojem při řízení podniku, neboť otázka stanovení jeho hodnoty je významným kritériem při dlouhodobém strategickém plánování managementu. Čím je totiž tržní hodnota firmy vyšší, tím vyšší je také výnosnost vloženého kapitálu a podnik se pro investory stává více atraktivnější. V tržním hospodářství je podstatná znalost okolního prostředí podniku, neboli veškeré vnější i vnitřní faktory společnosti, kterými může být její činnost ve velké míře ovlivněna. Každý podnik by měl znát své postavení na trhu, potřeby spotřebitelů, schopnosti dodavatelů a s další neméně důležité skutečnosti.

Rozhodující je volba metody oceňování, která je s ohledem na účel ocenění nejvhodnější.

Cílem diplomové práce je ocenění společnosti Třinecké železářny, a. s. k 1. lednu 2009. Tato společnost byla založena před 170 lety a patří k hutním podnikům s nejdelší výrobní tradicí v České republice.

Stanovovat hodnotu podniku lze pomocí mnoha metod. Pro účely této práce však byly zvoleny některé výnosové metody ocenění: metoda diskontovaných peněžních toků DCF – Equity, která bude aplikována dvoufázově, a metoda kapitalizovaných zisků v její paušální i analytické verzi.

Práce je členěna do tří základních částí.

První část je věnována teoretickým principům oceňování jako je vymezení hodnoty podniku, důvody pro ocenění a popis jednotlivých metod. Je zde také popsán postup při ocenění, včetně strategické a finanční analýzy a sestavení dlouhodobého finančního plánu.

Druhá část obsahuje stručné představení společnosti, dále pak analýzu makroprostředí a mikroprostředí, a finanční analýzu. Důležitou součástí je tvorba finančního plánu na období let 2009 až 2013, jenž tvoří základní prvek při oceňování podniku výnosovými metodami.

Ve třetí části je provedeno samotné ocenění společnosti konkrétními výnosovými metodami a následná komparace výsledků.

## **2 Teoretické principy oceňování**

První část je zaměřena na vymezení samotného pojmu podnik, získáme tak představu o tom, co se oceňuje a co by mělo být výsledkem tohoto ocenění. Dále je zde popsán samotný proces ocenění, včetně strategické a finanční analýzy. Závěr kapitoly je věnován jednotlivým metodám oceňování a také způsobu sestavení dlouhodobého finančního plánu.

### **2.1 Definice podniku**

Podnik je v literatuře vymezován různě. Pro oceňovatele má však největší význam definice uváděná v obchodním zákoníku, která popisuje podnik následovně. „Podnikem se pro účely tohoto zákona rozumí soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem k své povaze mají tomuto účelu sloužit.“<sup>1</sup>

Znamená to, že podnik tvoří komplex hmotného majetku, nehmotného majetku a důležitou součástí tvoří pracovní síla se svými znalostmi a zkušenostmi. Všechny tyto složky tvoří smysluplný celek, který umožňuje podniku, aby zabezpečoval činnost, pro kterou byl zřízen.

### **2.2 Důvody oceňování podniku**

Ocenění je možno chápat jako službu, kterou zákazník objednává, protože mu přináší užitek. Tento užitek se liší podle potřeb objednavatele a cílů, kterým má ocenění sloužit. Rozlišujeme tedy ocenění, která vycházejí z různých podnětů a slouží různým účelům. Jsou jimi například:

- koupě či prodej podniku,
- fúze či rozdělení společností,
- přijetí nebo vystoupení společníků,
- změna právní formy společnosti,
- poskytnutí úvěru,
- ukončení podnikání.

---

<sup>1</sup> Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník



## 2.3 Hodnota podniku

Hodnota podniku je ekonomický pojem, který označuje cenu, na které by se pravděpodobně dohodli kupující a prodávající zboží nebo služby. Hodnota není skutečností, ale odhadem ohodnocení zboží a služeb v daném čase podle konkrétní definice hodnoty.

Dalším důležitým pojmem je cena podniku. Cena udává požadovanou, placenou nebo nabízenou částku za zboží či službu. Je rovněž určením relativní hodnoty přisouzené zboží nebo službě konkrétním kupujícím či prodávajícím za určitých podmínek.

Na základě různých zadání a metod se postupně vyvinuly tři klíčové přístupy k oceňování podniku a to tržní hodnota, subjektivní hodnota a objektivizovaná hodnota.

### 2.3.1 Tržní hodnota

Tržní cena vzniká na trhu, kde působí více kupujících a prodávajících. Lze ji definovat takto: „Tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.“<sup>2</sup>

Tato hodnota je nejčastěji výsledkem ocenění při uvádění podniku na burzu a při samotném prodeji podniku.

### 2.3.2 Subjektivní (investiční) ocenění

Toto ocenění stanovuje hodnotu majetku pro konkrétního investora nebo skupinu investorů pro stanovené investiční cíle. Je dána očekávanými užitky, subjektivními názory a konkrétními podmínkami subjektu, tzn. že východiskem je subjektivní hodnota konkrétního prodávajícího a současně konkrétního kupujícího.

Na tomto přístupu je založena tzv. Kolínská škola, která rozeznává tyto hlavní funkce oceňování:

- poradenskou funkci,
- rozhodčí funkci,
- argumentační funkci,

---

<sup>2</sup> Mezinárodní oceňovací standardy

- komunikační funkci,
- daňovou funkci.

Obsah těchto funkcí je patrný z názvů. Při funkci daňové je smyslem poskytnout podklady pro daňové účely. U komunikační funkce jde o poskytnutí podkladů pro komunikaci především s investory a bankami. Nejvýznamnější je funkce poradenská, která poskytuje informace o maximální a minimální ceně, neboli hraniční hodnotě. Vymezuje oblast pro jednání v případě, že hraniční cena kupujícího je vyšší než hraniční cena prodávajícího. U poradenské funkce se jedná o výkon funkce nezávislého oceňovatele.

### **2.3.3 Objektivizovaná hodnota**

Tato hodnota by měla být postavena na všeobecně uznávaných datech a při jejím výpočtu by měly být dodrženy stanovené zásady a požadavky. Mezi tyto požadavky patří udržení substance, volný zisk, určení nepotřebného majetku, možnost změn v podniku, zohlednění zdanění a zvolení správné metody ocenění.

## **2.4 Proces ocenění**

Před zahájením samotného procesu oceňování je důležité si uvědomit účel, pro který se podnik oceňuje, a jaká hodnota by měla být výsledkem ocenění. Všechny tyto okolnosti mají vliv na postup, výběr techniky a na výsledek celého ocenění. Obecně lze doporučit následující postup oceňování podniku:

### **1) Sběr vstupních dat**

Vstupní data lze čerpat především z interních zdrojů oceňované společnosti, jako jsou účetní závěrky, finanční plány a jiné vnitropodnikové informace. Důležité jsou rovněž externí informace o vývoji trhu i ekonomiky.

### **2) Analýza dat**

Je třeba zpracovat strategickou a finanční analýzu oceňovaného podniku, aby bylo možné posoudit jeho celkový stav, postavení na trhu, konkurenční sílu a schopnost dlouhodobě přežít a tvořit hodnotu. Dále je doporučováno rozdělit aktiva na provozně nutná a nenutná a provést analýzu a prognózu generátorů hodnoty.

### 3) Sestavení finančního plánu

Finanční plán je podkladem pro ocenění a je sestaven na základě předchozích analýz.

### 4) Ocenění podniku

Jedním z posledních kroků je zvolení vhodné metody pro stanovení hodnoty oceňovaného podniku.

## 2.4.1 Strategická analýza

Strategická analýza zahrnuje analytické techniky využívané pro identifikaci vztahů mezi okolím podniku zahrnujícím makrookolí, odvětví, konkurenční síly a trh jako celek. Smyslem této analýzy je tedy identifikovat, analyzovat a ohodnotit všechny faktory, které mohou v budoucnosti ovlivňovat strategii podniku. Strategickou analýzu lze členit na analýzu makroprostředí a analýzu mikroprostředí.

Vývoj **makroprostředí**, ve kterém podniky fungují, má podstatný vliv na jejich výkonnost. Proto se analýza makroprostředí zabývá konkrétními politickými, legislativními, ekonomickými, ekologickými a jinými faktory, které ovlivňují celkovou ekonomickou situaci na daném území. Na základě současnosti a také minulých dat je pak možné predikovat vývoj makroprostředí a tím určit směr dalšího vývoje podniku. Nejčastěji jsou v této predikci analyzovány veličiny jako hrubý domácí produkt, vývoj úrokových sazeb, devizových kurzů a inflace.

Analýza **mikroprostředí** spočívá především v porovnávání podniku s odvětvím. Jedná se v podstatě o vymezení dvou problémů, kterými jsou identifikace základních charakteristických znaků odvětví a prognózu vývoje zkoumaného odvětví. Nedílnou součástí této analýzy je proto analýza konkurenčního prostředí.

## 2.4.2 Finanční analýza

Finanční analýza je důležitou součástí komplexu finančního řízení podniku, neboť zajišťuje zpětnou vazbu mezi předpokládaným výsledkem vedoucích rozhodnutí a skutečností. Smyslem finanční analýzy je provést rozbor, hodnocení a diagnózu finančního hospodaření podniku. Pravidelně prováděná diagnóza umožňuje odhalit případné poruchy finančního zdraví společnosti v době, kdy je ještě možné řídicími zásahy tyto poruchy napravit.

Tato analýza je tedy širokým zdrojem významných a nezbytných informací nejen pro vlastní management podniku, ale i pro investory, finanční instituce, státní orgány, akcionáře, vlastníky a další zainteresované subjekty včetně veřejnosti.

Základním zdrojem finanční analýzy jsou informace obsažené v účetnictví a v účetních respektive ve finančních výkazech. Rozbor účetních výkazů, tj. rozvahy, výkazu zisků a ztrát a výkazu o peněžních tocích představuje hrubý pohled, který pouze odkrývá ať již pozitivní či negativní trendy v hospodaření firmy. Chceme-li proto odhalit příčiny těchto trendů, je třeba provést hlubší analýzu založenou na podrobném rozboru.

Základem finanční analýzy jsou finanční ukazatele. Jedná se o údaje zjištěné a údaje odvozené. Rozlišujeme poměrové ukazatele, absolutní ukazatele a rozdílové ukazatele. Další metodou je rovněž analýza pomocí bankrotních a bonitních modelů, jejichž výsledkem je jedno jediné číslo (ukazatel) komplexního zdraví podniku.

### **2.4.3 Analýza absolutních a rozdílových ukazatelů**

Absolutní ukazatele jsou obsaženy v účetních výkazech a vyjadřují položky účetních výkazů, např. aktiva, pasiva, náklady, výnosy, apod. Jsou používány při procentním rozboru, při analýze trendů, indexové analýze a také při konstrukci poměrových ukazatelů. Užitečné je srovnávání vývoje absolutních ukazatelů v čase, ovšem pouze v rámci podniku. Analýza absolutních a rozdílových ukazatelů se zpravidla provádí v úvodní fázi finanční analýzy a slouží pro rychlou základní orientaci analytika.

#### *Procentní rozbor – vertikální analýza*

Tato metoda spočívá v převedení ukazatelů v absolutních hodnotách na relativní procentní vyjádření. Při použití této metody pro rozbor rozvahy se považuje za základ částka aktiv nebo pasiv celkem a ostatní položky rozvahy se vyjádří ve vztahu k této základně. Při rozboru výkazů zisků a ztrát se berou za základ celkové výnosy, tj. celkový obrat nebo celkové náklady. Obecný vzorec vypadá takto,

$$\text{podíl na celku} = \frac{U_i}{\sum U_i}, \quad (2.1)$$

kde  $U_i$  je hodnota ukazatele,  $\sum U_i$  je velikost absolutního ukazatele.

### *Analýza trendů – horizontální analýza*

Analýza trendů je založena na srovnávání položek výkazů v několika obdobích, přičemž je vyčíslována změna absolutní i změna procentní, která je vyjádřením změny na úrovni jednotlivých položek. Pro zvýšení vypovídací schopnosti analýzy je vhodné srovnávat více než dvě období.

$$\text{absolutní změna} = U_t - U_{t-1} = \Delta U_t, \quad (2.2)$$

$$\text{relativní změna} = \frac{U_t - U_{t-1}}{U_{t-1}} = \frac{\Delta U_t}{U_{t-1}}, \quad (2.3)$$

kde  $U_t$  je hodnota ukazatele,  $t$  je běžný rok,  $t-1$  je předchozí rok.

### **2.4.4 Poměrové ukazatele**

Často používanými nástroji finanční analýzy jsou právě poměrové ukazatele. Charakterizují vztah mezi dvěma vzájemně souvisejícími položkami účetních výkazů pomocí jejich poměru. Obecně jsou analyzovány ukazatele rentability, likvidity, aktivity, ukazatele finanční stability a zadluženosti a ukazatele s využitím údajů kapitálového trhu.

#### **2.4.4.1 Ukazatele rentability**

Podnikatelská činnost je nejčastěji hodnocena poměrem celkového zisku a vloženého kapitálu. Podle toho, jaký kapitál je do výpočtu zahrnut, rozlišujeme zejména ukazatele rentability aktiv (ROA), rentability vlastního kapitálu (ROE) a rentability tržeb (ROS).

Klíčovým měřítkem rentability bývá označována **rentabilita aktiv** poměřující zisk s veškerými vloženými aktivy bez ohledu na to, z jakých zdrojů jsou financovány.

$$ROA = \frac{EBIT}{\text{celková aktiva}} \cdot 100 (\%), \quad (2.4)$$

kde  $EBIT$  je výsledek hospodaření před daněmi a úroky.

Ukazatel **rentability vlastního kapitálu** podává informace o zúročení vlastních zdrojů.

$$ROE = \frac{EAT}{\text{vlastní kapitál}} \cdot 100 (\%), \quad (2.5)$$

kde *EAT* je zisk po zdanění.

**Rentabilita tržeb** určuje stupeň ziskovosti, tedy množství zisku v Kč vyprodukovaného na 1 Kč tržeb.

$$ROS = \frac{EAT}{\text{tržby}} \cdot 100 (\%). \quad (2.6)$$

#### 2.4.4.2 Ukazatele likvidity

Ukazatele likvidity udávají základní schopnost podniku platit své splatné závazky. Obvykle tedy poměřují oběžná aktiva v nějaké své podobě ke krátkodobým závazkům. Podle toho, jak široce jsou vymezena oběžná aktiva, jsou rozlišovány různé stupně likvidity.

V rámci ukazatele **běžné likvidity** jsou poměřována oběžná aktiva. Pomocí následujícího vztahu vypočteme kolikrát je podnik schopen uspokojit své věřitele, kdyby proměnil veškerá oběžná aktiva v daném okamžiku v hotovost. Za přiměřenou hodnotu tohoto ukazatele se považuje rozmezí od 1,5 do 2,5.

$$\text{Běžná likvidita} = \frac{OA}{\text{krátkodobé závazky}}, \quad (2.7)$$

kde *OA* jsou oběžná aktiva.

Ukazatel **pohotové likvidity** očistíme o nejméně likvidní položku krátkodobých aktiv – zásoby. Doporučená hodnota tohoto ukazatele by se měla pohybovat v rozmezí od 0,9 do 1,5.

$$\text{Pohotová likvidita} = \frac{OA - \text{zásoby}}{\text{krátkodobé závazky}}. \quad (2.8)$$

Při výpočtu **okamžité likvidity** se jedná o nejpřísnější pohled na likviditu firmy. Základní složku krátkodobého finančního majetku totiž tvoří peníze na účtech, peníze v hotovosti a šeky.

$$\text{Okamžitá likvidita} = \frac{\text{krátkodobý fin. majetek}}{\text{krátkodobé závazky}}. \quad (2.9)$$

Doplňující je ukazatel **čistého pracovního kapitálu**, jenž představuje část oběžného majetku, která se během roku přemění v pohotové peněžní prostředky a následně může být použita k uskutečnění podnikových záměrů.

$$\text{ČPK} = \text{OA} - \text{krátkodobé závazky} . \quad (2.10)$$

#### 2.4.4.3 Ukazatele aktivity

Tato skupina ukazatelů měří efektivnost, s jakou podnik využívá svá aktiva. Ukazatele aktivity pak vyjadřují buď kolikrát daný majetek do roka obrátí peníze (tedy rychlost obratu) nebo jak dlouho trvá jeho obrat v podnikovém cyklu. Nejčastěji je sledován obrat aktiv, zásob, pohledávek a závazků.

Ukazatel **obratu celkových aktiv** měří intenzitu využití celkového majetku.

$$\text{Obrátka celkových aktiv} = \frac{\text{tržby}}{\text{celková aktiva}} . \quad (2.11)$$

Obrácením vzorce ukazatele obratu je vypočtena doba obratu. Ukazatelem **doby obratu aktiv** je pak vyjádřeno, za jak dlouho dojde k obratu celkových aktiv ve vztahu k tržbám.

$$\text{Doba obratu aktiv (dny)} = \frac{\text{celková aktiva} \cdot 360}{\text{tržby}} . \quad (2.12)$$

**Doba obratu zásob** charakterizuje úroveň běžného provozního řízení, a tudíž úspěšnost zásobovací politiky daného podniku.

$$\text{Doba obratu zásob (dny)} = \frac{\text{zásoby} \cdot 360}{\text{tržby}} . \quad (2.13)$$

Ukazatel **doby obratu pohledávek** vypovídá o strategii řízení pohledávek a udává, za jak dlouho jsou průměrně placeny faktury.

$$\text{Doba obratu pohledávek (dny)} = \frac{\text{pohledávky} \cdot 360}{\text{tržby}} . \quad (2.14)$$

**Doba obratu závazků** vyjadřuje platební schopnost podniku vůči svým dodavatelům.

$$\text{Doba obratu závazků (dny)} = \frac{\text{závazky} \cdot 360}{\text{tržby}} . \quad (2.15)$$

#### 2.4.4.4 Ukazatele finanční stability a zadluženosti

Touto skupinou ukazatelů je analyzována struktura zdrojů financování podniku a je zjišťováno, nakolik jsou náklady na financování cizích zdrojů kryty podnikovými aktivy.

Mezi nejdůležitější ukazatele patří ukazatel **podílu vlastního kapitálu na aktivech** (Equity Ratio). Charakterizuje dlouhodobou finanční stabilitu i samostatnost a udává, do jaké míry je podnik schopen krýt své potřeby ze svých vlastních zdrojů.

$$\text{Podíl vlastního kapitálu na aktivech} = \frac{\text{vlastní kapitál}}{\text{celková aktiva}} \cdot 100(\%). \quad (2.16)$$

**Majetkový koeficient**, označovaný také jako ukazatel finanční páky, vyjadřuje kolik Kč majetku (aktiv) společnosti připadá na jednotku vlastního kapitálu.

$$\text{Majetkový koeficient} = \frac{\text{celková aktiva}}{\text{vlastní kapitál}} \cdot 100(\%). \quad (2.17)$$

Ukazatel **celkové zadluženosti** v sobě zahrnuje veškeré dluhy. Zadluženost ovlivňuje jak věřitelské riziko, tak i výnosnost podniku a má význam především pro dlouhodobé věřitele.

$$\text{Celková zadluženost} = \frac{\text{cizí zdroje}}{\text{celková aktiva}} \cdot 100(\%). \quad (2.18)$$

Výše **zadluženosti vlastního kapitálu**, která je pro podnik akceptovatelná, závisí na fázi vývoje dané společnosti a postoji vlastníků k riziku.

$$\text{Zadluženost vlastního kapitálu} = \frac{\text{cizí zdroje}}{\text{vlastní kapitál}} \cdot 100(\%). \quad (2.19)$$

Dalším ukazatelem je například **úrokové krytí**, který udává, kolikrát vytvořený efekt (provozní zisk) kryje placené nákladové úroky.

$$\text{Úrokové krytí} = \frac{EBIT}{\text{placené úroky}} \cdot 100(\%), \quad (2.20)$$

kde *EBIT* je zisk před daněmi a úroky.



Ukazatel **úrokového zatížení** vyjadřuje, jakou část vytvořeného efektu (zisku) odčerpávají nákladové úroky.

$$\text{Úrokové zatížení} = \frac{\text{placené úroky}}{EBIT} \cdot 100(\%) . \quad (2.21)$$

#### 2.4.5 Finanční plán

Finanční plán je taktickým plánem činnosti podniku. Jde o základní dokument plánování, který pro určitý časový horizont rozpracovává představy společnosti o její budoucnosti, o účelu podnikání, zdrojích a očekávaných výsledcích. Plán společnosti by měl vycházet z její dlouhodobé koncepce, tedy bere v úvahu její vize a jasné strategie. Je tvořen soustavou vzájemně vyvážených plánů. Tím plní úlohu nástroje řízení podniku. Kromě toho má ale i funkci externí, kdy vystupuje jako nástroj komunikace s vnějším prostředím, především s potencionálními investory či věřiteli.

Rozlišujeme finanční plán krátkodobý a dlouhodobý. Krátkodobé plánování je charakteristické prováděnou dobou do jednoho roku a cíle jsou v tomto případě přizpůsobeny disponibilním prostředkům. Dlouhodobé plánování se týká delšího časového horizontu, nejčastěji tří až pěti let.

Finanční plán se obvykle skládá z těchto částí:

- předpovědí příslušných výdajů, příjmů a tvorby zisku, tedy plánu výkazu zisků a ztráty;
- odhadem rozvahy, která vyjadřuje strukturu majetku podniku a způsob jeho krytí;
- předpovědí hotovostních toků (cash flow).

Na počátku tvorby každého dlouhodobého finančního plánu je důkladný sběr dat, která jsou podkladem jeho úspěšného sestavení. Jsou jimi především zdroje z účetnictví (finanční výkazy, výroční zprávy apod.), dále ostatní plány a mikroekonomické i makroekonomické prognózy.

Struktura a osnova finančního plánu není určena žádným předpisem, vždy záleží na tom, pro koho je finanční plán určen. Obecně platí, že by finanční plán měl být reálný, přehledný a strukturovaný.

Finanční plán je možné sestavit na základě různých metod. Nejvyužívanější je metoda pevného podílu na tržbách, která vychází z předpokladu, že podíl vybraných položek na tržbách je v čase konstantní (např. podíl provozních nákladů na celkových

tržbách). Při použití metody proměnlivého podílu na tržbách se tento podíl v čase mění. Pomocí simulační metody jsou pak vytvořeny různé varianty scénářů vývoje, například optimistický scénář, normální vývoj a pesimistický vývoj.

Na finanční plánování navazuje finanční kontrola, při níž se finanční plán porovnává s účetními výkazy, zjišťují se rozdíly i jejich příčiny a následně se navrhuje nápravná opatření nebo se upravuje podnikový plán.

## **2.5 Metody oceňování**

Metod stanovení hodnoty podniku je jak z teoretického, tak z praktického hlediska známo několik. Volba správné metody ovlivňuje, zda bude naplněn cíl oceňování. V zásadě lze jednotlivé metody rozdělit do dvou základních skupin podle toho, v jakých podmínkách je podnik oceňován, zda za neurčitosti nebo za rizika.

Dle metodického konceptu lze metody členit takto:

1. Oceňování na základě analýzy výnosů (výnosové metody):
  - metody diskontovaných peněžních toků (DCF);
  - metody kapitalizovaných zisků;
  - metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA).
2. Oceňování na základě analýzy majetku (majetkové metody):
  - účetní hodnota na principu historických cen;
  - substanční hodnota na principu reprodukčních cen;
  - likvidační hodnota.
3. Metody tržního srovnání (komparativní metody):
  - ocenění na základě srovnatelných podniků;
  - ocenění na základě srovnatelných transakcí;
  - ocenění na základě odvětvových multiplikátorů.
4. Kombinované metody.

Metody oceňování probíhající za rizika lze členit následovně:

1. Aktivní metoda:
  - flexibilní – metodologie reálných opcí.
2. Pasivní metody:
  - metoda jistotních ekvivalentů;
  - metoda upraveného nákladu kapitálu.

Jednotlivé metody oceňování budou podrobněji popsány v následujících kapitolách.

### **2.5.1 Výnosové metody**

Tato skupina metod vychází z poznatku, že hodnota aktiva je určena očekávaným užitekem pro jeho držitele. U podniku jsou tímto užitekem očekávané výnosy. Hodnota u těchto metod je závislá na definici budoucích výnosů, volbě časového horizontu a stanovení nákladu kapitálu. Největší využití mají metody diskontovaných peněžních toků (DCF) a metody kapitalizovaných zisků.

Nejvíce jsou tyto metody rozšířeny v USA a Velké Británii, postupně však převládají i v dalších zemích, zejména v kontinentální Evropě. Stále častěji se s těmito metodami setkáváme také v podmínkách českých podniků.

#### ***2.5.1.1 Metody diskontovaných peněžních toků***

Metody diskontovaných peněžních toků jsou založeny na odhadech budoucích volných peněžních toků plynoucích z podnikatelské činnosti. Právě volný peněžní tok je tedy důležitým měřítkem, neboť s rostoucím peněžním příjmem roste i hodnota společnosti.

Při použití výnosových metod je postupováno v několika krocích. Prvním je správné vymezení budoucích peněžních toků, následuje stanovení hodnoty kapitálu, kterým bude peněžní tok diskontován a jako poslední je stanovena hodnota podniku pomocí zvolené metody ocenění.

Podle toho, jestli je oceňován celkový kapitál nebo vlastní kapitál a podle toho, jakým způsobem jsou definovány finanční toky a náklad kapitálu, rozlišujeme čtyři základní metody oceňování:

- metoda DCF - Entity;
- metoda DCF – Equity;
- metoda DDM (Dividend Discount Model);
- metoda APV (Adjusted Present Value).

## Metoda DCF – Entity

U této, v praxi často používané metody, je oceňován celkový kapitál. To znamená, že volný peněžní tok pro vlastníky i věřitele (FCFF) je diskontován nákladem celkového kapitálu WACC (někdy označován také jako  $R_A$ ).

Nejjednodušší případ je ten, kdy se očekává konstantní volný peněžní tok po celé období, přičemž trvání podniku je neomezeno. Pak je hodnota podniku určena takto:

$$V = \frac{FCFF}{WACC}. \quad (2.22)$$

Vzhledem k tomu, že jsou finanční toky v čase proměnlivé, je reálnější rozdělit trvání podniku na dvě fáze. První fáze je většinou plánovaná na 4 až 6 let. Předpokládá se, že za tuto dobu je možné odhadnout a plánovat volný peněžní tok (FCF) relativně přesně. Po ukončení první fáze následuje bezprostředně fáze druhá, která trvá do nekonečna.

Hodnotu podniku za obě fáze pak lze určit následovně:

$$V = V_1 + V_2, \quad (2.23)$$

kde  $V_1$  je hodnota firmy za první fázi a  $V_2$  je hodnota firmy za druhou fázi.

V první fázi lze finanční toky určit poměrně přesně a tedy

$$V_1 = \sum_{t=1}^T FCFF_t \cdot (1 + WACC_1)^{-t}, \quad (2.24)$$

kde  $T$  je délka první fáze,  $WACC_1$  jsou náklady celkového kapitálu v první fázi.

V druhé fázi se pracuje s tzv. pokračující hodnotou  $PH$ , což je hodnota podniku za druhou fázi k počátku fáze druhé. Vzhledem k tomuto je nutné pokračující hodnotu diskontovat k momentu ocenění

$$V_2 = PH \cdot (1 + WACC_1)^{-T} \quad (2.25)$$

Za předpokladu konstantních finančních toků v druhé fázi je pokračující hodnota stanovena jako:

$$PH = \frac{FCFF_{T+1}}{WACC_2}, \quad (2.26)$$

kde  $WACC_2$  jsou náklady celkového kapitálu ve druhé fázi.

Výsledná hodnota podniku může být tedy vyjádřena takto:

$$V = \sum_{t=1}^T FCFF_t \cdot (1 + WACC_1)^{-t} + PH \cdot (1 + WACC_1)^{-T}. \quad (2.27)$$

### Metoda DCF - Equity

Další, velmi často používanou metodou, je metoda DCF – Equity, pomocí které je oceňován pouze vlastní kapitál. Volný peněžní tok pro vlastníky (FCFE) je zde diskontován nákladem vlastního kapitálu  $R_E$ .

Nejjednodušší verzi, kdy je očekáván konstantní volný peněžní tok a trvání podniku je neomezeno, lze zapsat následovně:

$$V = \frac{FCFE}{R_E} . \quad (2.28)$$

Postup výpočtu hodnoty podniku je stejný jako u metody DCF – Entity, tudíž výsledná hodnota podniku může být vyjádřena následovně:

$$V = \sum_{t=1}^T FCFE_t \cdot (1 + R_E)^{-t} + PH \cdot (1 + R_E)^{-T} . \quad (2.29)$$

### Metoda DDM

Tento model je vázán na společnost, která dosahuje zisk a stabilně vyplácí dividendy. Je zde oceňován vlastní kapitál. Peněžní tok, jenž je diskontován nákladem vlastního kapitálu, je vyjádřen pomocí dividendy. Model je často využíván v ekonomikách s vyspělým kapitálovým trhem a je možno jej aplikovat vícefázově. Propočet je následující:

$$V = \frac{DIV}{R_E} , \quad (2.30)$$

kde  $DIV$  je dividendy v běžném období,  $R_E$  je náklad na vlastní kapitál.

### Metoda APV

Tato metoda slouží k oceňování celkového kapitálu. Finanční toky jsou tvořeny toky nezadlužené společnosti  $FCFE_U$ , které diskontujeme nákladem celkového kapitálu nezadlužené společnosti  $WACC_U$ . Tak je získána hodnota nezadlužené firmy. Pro ocenění zadluženého podniku je nutné přičíst současnou hodnotu daňového štítu, což znamená diskontovat daňový štít náklady dluhu  $R_D$ . Hodnota společnosti se pak určí takto:

$$V = \frac{FCFE_U}{WACC_U} + \frac{TS}{R_D} , \quad (2.31)$$

kde  $TS$  je daňový štít.

### 2.5.1.2 Metoda kapitalizovaných zisků

Metodou kapitalizovaných zisků je označován postup, který byl vypracován a je také nejčastěji používán v německy mluvících zemích. Tento model je založen na principu současné hodnoty budoucích zisků, kde zisky jsou odhadovány z historických dat. Základním údajem pro výpočet je trvale udržitelný zisk. V podstatě to znamená, že zisk vykázaný v účetnictví je podroben řadě korekcí.

Úprava minulých výsledků hospodaření se týká nákladů a výnosů z majetku provozně nepotřebného za období, ke kterému se věcně a časově vztahují. Také se vyřadí náklady a výnosy mající nepravidelný nebo mimořádný charakter. Dále je potřeba zajistit srovnatelnost dat a pokud je potřeba, propočítat i změny v placených daních.

Existují dvě varianty k výpočtu hodnoty podniku pomocí metody kapitalizovaných zisků. Jsou jimi metoda analytická a metoda paušální. U obou modelů je výsledkem ocenění hodnota vlastního kapitálu.

#### Metoda analytická

U analytické metody se vychází především z dlouhodobého finančního plánu. Postup výpočtu hodnoty společnosti je podobný jako u metody DCF pouze s tím rozdílem, že očekávaný výnos se nekalkuluje z peněžních toků, ale z upravených budoucích výsledků hospodaření. Je proto potřeba stanovit hodnotu upraveného čistého výnosu. Ten je vypočten tak, že je zisk upraven o položky, které mají mimořádný charakter. Výpočet hodnoty podniku, při předpokladu jeho trvalé existence, je pomocí dvoufázové metody následující:

$$V = \sum_{t=1}^T \frac{\check{C}V_t}{(1+R_E)^t} + \frac{\check{C}V_{t+1}}{R_{Et+1}} \cdot (1+R_E)^{-T}, \quad (2.32)$$

kde  $\check{C}V$  je upravený čistý výnos,  $R_E$  je náklad vlastního kapitálu.

#### Metoda paušální

Tato metoda je založena na analýze minulých výsledků hospodaření. Zisk minulých let je rovněž potřeba upravit o mimořádné položky plynoucí z hospodaření podniku. Použití paušální metody je vhodné u podniků, jejichž budoucnost je obtížně predikovatelná.

Základem ocenění je výnosový potenciál k datu ocenění. Jako výchozí položka slouží výsledek hospodaření před zdaněním. K tomu jsou následně přičteny odpisy

dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku, dále jsou odečteny všechny mimořádné výnosy a přičteny mimořádné náklady. Tímto způsobem je vyčíslen upravený výsledek hospodaření před odpisy UVH. Další úprava se týká odečtení daně, čímž je získán upravený výsledek hospodaření po zdanění.

Z časové řady upravených minulých výsledků hospodaření je vypočítán trvalý čistý výnos k rozdělení, a to jako vážený průměr. Každému roku je přiřazena váha a to tak, že nejvzdálenějšímu období patří váha nejnižší a období, které je k datu ocenění nejbližší, pak patří váha nejvyšší.

$$\text{Trvale odnímatelný čistý výnos} = \frac{\sum_{t=1}^K q_t \cdot \check{C}V_t}{\sum_{t=1}^K q_t}, \quad (2.33)$$

kde  $\check{C}V$  představují minulé upravené čisté výnosy;  $q$  jsou váhy určující význam čistého výnosu za určitý minulý rok pro odhad budoucího trvale odnímatelného čistého výnosu a  $K$  je počet minulých let zahrnutých do výpočtu.

Hodnota kapitálu podniku je vypočtena tak, že se trvale odnímatelný výnos vydělí náklady vlastního kapitálu, což lze matematicky vyjádřit takto:

$$V = \frac{\text{trvale odnímatelný čistý výnos}}{R_E}. \quad (2.34)$$

### 2.5.1.3 Metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA)

Pojem ekonomická přidaná hodnota se stále více prosazuje v ekonomické praxi podniků v zemích s vyspělou tržní ekonomikou. Základním principem ekonomické přidané hodnoty je, že je třeba rozlišovat mezi ziskem, který vykazuje účetnictví, a ekonomickým ziskem, neboli nadziskem. Ekonomického zisku je dosahováno tehdy, pokud jsou uhrazeny nejen běžné náklady, ale i náklady kapitálu, především náklady na kapitál vlastní. Pokud tedy podnik dosahuje kladného účetního zisku, ale tento zisk není dostatečně vysoký, aby kompenzoval všechna rizika vlastníků, pak vlastníci nedosahují zmiňovaného ekonomického zisku, ale naopak ztráty.

Ukazatel EVA je chápán jako čistý výnos z provozní činnosti společnosti snížený o náklady kapitálu. Obecná podoba vzorce pro výpočet EVA je následující:

$$EVA = NOPAT - WACC \cdot C, \quad (2.35)$$

kde  $NOPAT$  je provozní zisk po zdanění,  $WACC$  jsou náklady celkového kapitálu a  $C$  je kapitál vázaný v aktivech.

Dosažením hodnot do následujícího vzorce, který je používán pro dvoufázovou metodu ocenění, získáme hodnotu podniku.

$$V_n = NOA_0 + \sum_{t=1}^T \left( \frac{EVA_t}{(1+WACC)^t} \right) + \frac{EVA_{T+1}}{WACC \cdot (1+WACC)^T} - D_0 + A_0, \quad (2.36)$$

kde  $V_n$  je netto hodnota vlastního kapitálu podniku,  $NOA_0$  jsou čistá operační aktiva k datu ocenění a  $D_0$  je hodnota úročených dluhů k datu ocenění.

## 2.5.2 Majetkové metody

Při tomto přístupu k oceňování podniku je oceněna každá majetková složka. Součtem cen je pak získáno souhrnného ocenění aktiv podniku. Odečtením všech dluhů a závazků je dosažena hodnota vlastního kapitálu.

Majetkové ocenění lze členit v závislosti na tom, podle jakých zásad a předpokladů budou jednotlivé složky majetku oceňovány.

### 2.5.2.1 Účetní metoda

Účetní metoda vychází ze stavových veličin, které nalezneme v rozvaze. Vzhledem k tomu, že je hodnota odvozena z historických cen, dané ocenění pak úplně neodpovídá reálné hodnotě majetku v době ocenění.

Při stanovení hodnoty podniku touto metodou se nejprve oceňují zvlášť jednotlivé složky aktiv. Součtem těchto cen je dosaženo souhrnného ocenění aktiv. Po odečtení hodnoty dluhů a závazků je vyčíslena hodnota vlastního kapitálu, což lze vyjádřit následující rovnicí:

$$\text{hodnota vlastního kapitálu} = \text{účetní hodnota aktiv} - \text{účetní hodnota závazků a dluhů}.$$

Výhodou účetní metody je snadná dostupnost dat a jednoduchý výpočet, ale metoda bohužel patří k nejméně přesným.

### 2.5.2.2 Substanční metoda

Základem této metody je reprodukční pořizovací cena jednotlivých aktiv snižena o reálné ocenění všech závazků a dluhů k datu ocenění. Pojemm substanční hodnota se rozumí souhrn samostatných ocenění jednotlivých položek majetku a závazků.



Výsledkem ocenění je substanční hodnota netto  $S_n$ . Výpočet substanční metody lze znázornit takto:

**Obr.č.1 Schéma výpočtu substanční hodnoty netto<sup>3</sup>**

$$\begin{aligned} & \text{Souhrn majetkových hodnot v reprodukčních cenách} \\ + & \text{ Výnos z prodeje nepotřebného majetku } \\ = & \text{ **Substanční hodnota brutto } S_b \text{** } \\ - & \text{ Hodnota závazků a dluhů v reálných cenách } \\ = & \text{ **Substanční hodnota netto } S_n \text{** } \end{aligned}$$

Substanční metoda má svá pozitiva, jako například zohlednění tržních podmínek při ocenění majetku podniku, čímž lze reálněji zobrazit jeho hodnotu. Bohužel se zde nebere v úvahu vliv současné ani budoucí výnosnosti na hodnotu společnosti.

### **2.5.2.3 Metoda likvidační hodnoty**

Pomocí metody likvidační hodnoty je zjištěna hodnota majetku k určitému časovému okamžiku. Přitom je předpokládáno, že podnik k tomuto datu ukončuje svou činnost, jeho majetek bude rozprodán a také budou splaceny všechny závazky podniku.

### **2.5.3 Komparativní metody**

Hodnota podniku pomocí této metody je odvozena z hodnoty aktiv nebo kapitálu z dostupných dat srovnatelných podniků. Je vhodné ji použít u podniků, jejichž podíly jsou veřejně obchodovány na finančních trzích. Výhodou této metody je rychlost získání hodnoty a jednoduchost výpočtu. Je ale velmi obtížné nalézt srovnatelný podnik a vypovídací schopnost je poté poměrně nízká.

### **2.5.4 Kombinované metody**

Hodnota podniku vypočtená jednou z kombinovaných metod je založena na průměru hodnot propočtených dle uvedených metod. Výpočet je obecně určen jako vážený průměr takto:

---

<sup>3</sup> DLUHOŠOVÁ, D. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 1. vyd. Praha: Ekopress, s. r. o., 2006. 191 s. ISBN 80-86119-58-0.

$$V = \sum_i w_i \cdot V_i, \quad (2.37)$$

kde  $w_i$  jsou váhy přiřazené jednotlivým metodám a  $V_i$  je hodnota propočtená dle jednotlivých metod.

Často je kombinována metoda výnosová a substanční, neboť se zohledňuje majetková i výnosová stránka podniku.

## 2.6 Stanovení peněžních toků

Volné peněžní toky FCF (Free Cash Flow) jsou chápány jako rozdíl mezi příjmy a výdaji, které jsou generovány majetkem podniku a jsou vztahovány ke stanovení druhu kapitálu. Rozlišujeme volné peněžní toky pro vlastníky a věřitele FCFF (Free Cash Flow to the Firm), volné peněžní toky pro vlastníky FCFE (Free Cash Flow to the Equity) a volné peněžní toky pro věřitele FCFD (Free Cash Flow to the Debt).

### 2.6.1 Volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele

Volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele se skládá z veškerých provozních peněžních toků, které podnik získá z provozních aktiv. Hodnota FCFF představuje peněžní tok, z něhož budou uspokojeny nároky akcionářů a věřitelů. Výpočet FCFF je znázorněn následujícím schématem:

**Obr.č.2 Schéma výpočtu volného peněžního toku pro vlastníky a věřitele FCFF<sup>4</sup>**

Tržby
- Náklady (bez nákladových úroků)
= Čistý příjem z operací
- Daně
= EBIT po zdanění
+ Odpisy
= Cash flow z operací
- Změna pracovního kapitálu
- Investice (trvalé kapitálové výdaje)
= FCFF

<sup>4</sup> KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*. 2. přeprac. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001. 362 s. ISBN 80-7179-529-1.

Volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele FCFF lze určit také pomocí této rovnice:

$$FCFF_t = EBIT_t \cdot (1 - d) + ODP_t - \Delta\check{C}PK_t - INV_t, \quad (2.38)$$

kde  $EBIT$  je zisk před úroky a daněmi,  $d$  je sazba daně z příjmů právnických osob,  $\check{C}PK$  je čistý pracovní kapitál a  $INV$  jsou investice.

### 2.6.2 Volný peněžní tok pro vlastníky

Při výpočtu volných peněžních toků pro vlastníky se rozlišují dvě varianty. První z nich se používá tehdy, je-li podnik nezadlužený. V tomto případě se postup výpočtu FCFE shoduje s výše uvedeným výpočtem FCFF.

Druhá varianta nastává, pokud je firma financována nejen vlastním kapitálem, ale i dluhem. V peněžním toku se pak musí odrazit jeho snížení o část, která je určena věřitelům.

$$FCFE_t = EAT_t + ODP_t - \Delta\check{C}PK_t - INV_t + \Delta S_t, \quad (2.39)$$

kde  $EAT$  je čistý zisk a  $\Delta S$  je rozdíl mezi čerpáním úvěru a splátkami úvěru.

## 2.7 Stanovení nákladů kapitálu

Náklad kapitálu je možno chápat jako cenu za kapitál získaný pro další rozvoj činnosti. Tyto náklady představují minimální požadovanou míru výnosnosti kapitálu. Náklady kapitálu jsou významné pro řadu finančních rozhodnutí, mezi která patří i stanovení hodnoty podniku.

### Náklady na celkový kapitál

Náklady na celkový kapitál jsou kombinací různých forem kapitálu. Vzorec pro výpočet je následující:

$$WACC = \frac{R_D (1-d) \cdot CZ + R_E \cdot VK}{CZ + VK}, \quad (2.40)$$

kde  $R_D$  jsou náklady na úročený cizí kapitál,  $d$  je sazba daně z příjmu,  $CZ$  je úročený cizí kapitál,  $R_E$  jsou náklady vlastního kapitálu a  $VK$  je vlastní kapitál.

Náklady celkového kapitálu tedy zahrnují dvě složky, a to náklady na cizí kapitál a náklady na kapitál vlastní.

### Náklady na cizí kapitál

Náklady cizího kapitálu je možno vyjádřit jako úroky, které je třeba platit věřitelům. Pokud společnost získá kapitál formou úvěru, pak jsou náklady kapitálu vyjádřeny v podobě úroku sníženého o daňový štít, tedy:

$$R_D = i \cdot (1 - d), \quad (2.41)$$

kde  $i$  je úroková míra z dluhu a  $d$  je sazba daně.

Jestliže má podnik různou strukturu úvěrů, pak lze náklady na cizí kapitál určit jako vážený aritmetický průměr z těchto úrokových sazeb:

$$i = \frac{\bar{U}}{\phi B \bar{U}}, \quad (2.42)$$

kde  $\bar{U}$  jsou nákladové úroky a  $\phi B \bar{U}$  je průměrný stav bankovních úvěrů.

### Náklady na vlastní kapitál

Náklady na vlastní kapitál jsou obecně vyšší než náklady na kapitál cizí, neboť vlastník vkládá své prostředky na neomezenou dobu, jeho výnos není nikdy dopředu zaručen a závisí na hospodářské situaci dané společnosti.

Mezi základní metody, které jsou využívány pro odhad nákladů vlastního kapitálu, lze zařadit: model oceňování kapitálových aktiv (CAPM), arbitrážní model oceňování (APM), dividendový růstový model a stavebnicové modely.

**Model oceňování kapitálových aktiv (CAPM)** je často používaný model, představující tržní přístup ke stanovení nákladů na vlastní kapitál. Je to rovnovážný model oceňování kapitálových aktiv, kde je rovnováha dána tím, že mezní sklon výnosu a rizika je pro všechny investory stejný. Nejznámější je CAPM – SML beta verze:

$$E(R_E) = R_F + \beta_E \cdot [E(R_M) - R_F], \quad (2.43)$$

kde  $E(R_E)$  je očekávaný výnos vlastního kapitálu,  $R_F$  je bezriziková sazba,  $\beta_E$  je koeficient citlivosti dodatečného výnosu vlastního kapitálu na dodatečný výnos tržního portfolia,  $E(R_M)$  je očekávaný výnos tržního portfolia.

**Arbitrážní model oceňování (APM)** je také tržním přístupem stanovení nákladů na vlastní kapitál. Jelikož se zde bere v úvahu více rizikových faktorů, patří tento model mezi vícefaktorové modely. Podmínkou je nemožnost arbitráže, což

znamená, že žádný z investorů nemůže dosáhnout arbitrážního zisku. Výpočet se stanoví jako:

$$E(R_E) = R_F + \sum_j \beta_{Ej} \cdot [E(R_j) - R_F], \quad (2.44)$$

kde  $\beta_{Ej}$  je koeficient citlivosti dodatečného výnosu vlastního kapitálu na dodatečný výnos  $j$ -tého faktoru,  $E(R_j)$  je očekávaný výnos  $j$ -tého faktoru.

U **dividendového modelu**, jenž je používán pro oceňování akcií, se vychází z tržní ceny akcie, která je dána současnou hodnotou budoucích dividend z této akcie v jednotlivých letech. Předpokladem je nekonečně dlouhé držení akcie a konstantní hodnota dividendy. Náklady na vlastní kapitál pak lze určit následovně:

$$R_E = \frac{DIV}{\text{tržní cena akcie}}, \quad (2.45)$$

kde  $DIV$  je hodnota dividendy.

Pokud však hodnota dividendy poroste tempem  $g$ , změní se vztah pro výpočet na Gordonův dividendový model s konstantním růstem takto:

$$R_E = \frac{DIV}{\text{tržní cena akcie}} + g. \quad (2.46)$$

**Stavebnicové modely** se využívají pro stanovení nákladů kapitálu v ekonomice s nedokonalým kapitálovým trhem a krátkou dobou fungování tržní ekonomiky. Stavebnicový model využívá v České republice Ministerstvo průmyslu a obchodu a na jeho základě jsou náklady celkového kapitálu nezadlužené firmy  $WACC_U$  stanoveny takto:

$$WACC_U = R_F + R_{\text{podnikatelské}} + R_{\text{finstab}} + R_{LA}, \quad (2.47)$$

kde  $R_F$  je bezriziková sazba,  $R_{\text{podnikatelské}}$  je riziková přírážka za obchodní podnikatelské riziko,  $R_{\text{finstab}}$  je riziková přírážka za riziko vyplývající z finanční stability a  $R_{LA}$  je riziková přírážka za velikost podniku.

Podle tohoto modelu jsou celkové náklady zadlužené firmy  $WACC_L$  určeny takto:

$$WACC_L = WACC_U \cdot \left(1 - \frac{UZ}{A} \cdot d\right), \quad (2.48)$$

kde  $UZ$  jsou úplatné cizí zdroje,  $A$  jsou aktiva a  $d$  je daňová sazba.

Náklady vlastního kapitálu  $R_E$  pak lze vypočíst následovně:

$$R_E = \frac{WACC_U \cdot \frac{UZ}{A} - (1-d) \cdot \frac{\dot{U}}{BU + OBL} \cdot \left( \frac{UZ}{A} - \frac{VK}{A} \right)}{\frac{VK}{A}}, \quad (2.49)$$

kde  $\dot{U}$  jsou nákladové úroky,  $BU$  jsou bankovní úvěry a  $OBL$  jsou obligace.

U nákladů celkového kapitálu nezadluženého podniku je nutno propočíst jednotlivé přírážky, které jsou přičteny k bezrizikové sazbě  $R_F$ .

#### **Riziková přírážka charakterizující produkční sílu $R_{podnikatelské}$**

Riziková přírážka je závislá na ukazateli  $EBIT/A$ , který je porovnáván s ukazatelem  $X1$ , jenž představuje náhradu úplatného cizího kapitálu vlastním jměním.

$$X1 = \frac{(VK + BU + OBL)}{A} \cdot \frac{U}{BU + OBL}, \quad (2.50)$$

kde  $VK$  je vlastní kapitál,  $BU$  jsou bankovní úvěry,  $OBL$  jsou obligace a  $U$  jsou úroky.

$$\text{Je-li } \frac{EBIT}{A} > X1 \Rightarrow R_{podnikatelské} = 0 \%,$$

$$\text{je-li } \frac{EBIT}{A} < 0 \Rightarrow R_{podnikatelské} = 10 \%,$$

$$\text{je-li } 0 < \frac{EBIT}{A} < X1 \Rightarrow R_{podnikatelské} = \frac{(X1 - \frac{EBIT}{A})^2}{10 \cdot X1^2}.$$

#### **Riziková přírážka finanční stability $R_{finstab}$**

V tomto případě se posuzuje vztah mezi celkovou likviditou a průměrnou hodnotou celkové likvidity v odvětví průmyslu, přičemž je stanovena mezní hodnota likvidity  $XL$ :

$$\text{je-li celková likvidita} > XL \Rightarrow R_{finstab} = 0 \%,$$

$$\text{je-li celková likvidita} < 1 \Rightarrow R_{finstab} = 10 \%,$$

je-li celková likvidita  $> 1$  ale  $< XL$  propočte se  $R_{finstab}$  takto:

$$R_{finstab} = \frac{(XL - celková\ likvidita)^2}{10 \cdot (XL - 1)^2}. \quad (2.51)$$

Pokud průměr průmyslu je nižší než 1,25, pak horní hranice  $XL = 1,25$ , pokud je průměr průmyslu větší než 1,25, pak  $XL$  je roven průměru průmyslu.

### **Riziková přírážka za velikost podniku $R_{LA}$**

Funkce  $R_{LA}$ , představující přírážku za nedostatečnou likvidnost akcie, zohledňuje velikost podniku, a to ve formě výše úročeného kapitálu.

Je-li  $UZ > 3$  mld. Kč, pak  $R_{LA} = 0 \%$  (hranice vychází ze zkušeností firem poskytujících rizikový kapitál).

Je-li  $UZ < 100$  mil. Kč, pak  $R_{LA} = 5 \%$ .

Je-li  $UZ > 100$  mil. Kč a zároveň  $< 3$  mld. Kč, použije se následující propočet:

$$R_{LA} = \frac{(3\ mld.Kč - UZ)^2}{168,2}. \quad (2.52)$$

### **3 Základní údaje o oceňované společnosti a její analýza**

V této kapitole je oceňovaná společnost nejprve představena. Následně je analyzováno tzv. makroprostředí a mikroprostředí, v němž se společnost vyskytuje. V poslední části je provedena samotná finanční analýza, včetně hodnocení dosažených ukazatelů a jsou zde uvedeny předpoklady pro tvorbu dlouhodobého finančního plánu.

#### **3.1 Profil společnosti**

Třinecké železářny, a. s., které byly založeny před 170 lety v roce 1839, patří k hutním podnikům s nejdelší výrobní tradicí v České republice. Ročně vyrábějí v uzavřeném hutním cyklu 2,5 milionů tun oceli, což je více než jedna třetina její celkové produkce v ČR. Hlavní výrobní portfolio tvoří dlouhé válcované výrobky – drát, betonářská a tvarová ocel, speciální tyčová ocel, kolejnice, široká ocel a hutní polotovary. Dalšími výrobky jsou koks, doprovodné produkty vznikající při jeho výrobě, umělé hutné kamenivo a granulovaná struska. Třinecké železářny jsou největší českou hutí s domácím kapitálem a také nejvýznamnější dceřinou společností Moravia Steel a.s. Společně tvoří jedno z předních průmyslových uskupení v České republice. Základní strategií skupiny Třinecké železářny – Moravia Steel (TŽ-MS) je dynamické zvyšování podílu dlouhých válcovaných výrobků s vyšší přidanou hodnotou a její řízení v budovaných řetězcích. Postupná diverzifikace výrobního portfolia snižuje její závislost na výkyvech trhu.

Do skupiny Třinecké železářny – Moravia Steel patří také firmy, které jsou součástí výrobních řetězců Třineckých železáren nebo poskytují služby. V rámci této skupiny mají Třinecké železářny v sedmnácti firmách majoritní postavení a v dalších deseti významnou kapitálovou účast. Skupina TŽ-MS byla v roce 2008 rozšířena o společnosti Hanácké železářny a pérovny, a.s., Šroubárna Kyjov, spol. s r.o. a D 5, akciová společnost Třinec. V rámci skupiny TŽ-MS jsou výrobní kapacity umístěny v Třinci, Kladně, Starém Městě u Uherského Hradiště, Bohumíně, České Vsi u Jeseníku, Ostravě, Dobré u Frýdku-Místku, Kyjově a Prostějově.

Za celou svou dosavadní historii vyrobily Třinecké železářny téměř 160 mil. tun oceli a z ní válcovaných výrobků, které dlouhodobě nacházejí své uplatnění nejen na domácím trhu, ale také u zákazníků po celém světě. Výrobky Třineckých železáren



prodává Moravia Steel prostřednictvím své obchodní sítě. Více než polovina roční produkce kvalitních ocelových výrobků směřuje k zákazníkům z více než padesáti zemí celého světa.<sup>5</sup>

### 3.1.1 Členění jednotlivých provozů společnosti

Hutní výroba Třineckých železáren zahrnuje následující provoz:

- Koksochemická výroba;
- Výroba železa a oceli;
- Válcovna předvalků a hrubých profilů;
- Válcovna drátu a jemných profilů;
- Univerzální válcovna;
- Druhotné suroviny.

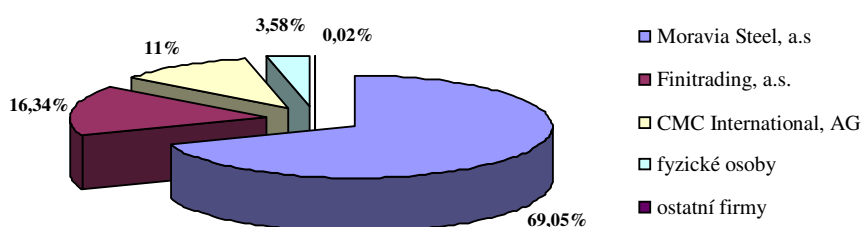
### 3.1.2 Vlastnická struktura

Společnost Třinecké železářny, a. s., se sídlem Třinec-Staré Město, Průmyslová 1000, PSČ 739 70, IČ 18050646, je zapsána v obchodním rejstříku vedeném Krajským soudem v Ostravě, oddíl B, vložka 146. Její základní kapitál činí 8 109 863 000 Kč.

Změna politického systému v Československu v roce 1989 vedla k postupné privatizaci Třineckých železáren. V roce 1991 byly Třinecké železářny převedeny na státní akciovou společnost. V průběhu let 1994–1996 byla kapitálová účast státu v železárnách postupně snižována a od roku 1996 jsou již Třinecké železářny zcela odstátněny.

Následující graf zachycuje strukturu současných akcionářů společnosti.

**Graf č.1: Struktura akcionářů**



<sup>5</sup> Výroční zpráva 2008 společnosti Třinecké železářny, a. s.

Mezi majoritního akcionáře společnosti lze zařadit společnost Moravia Steel a.s., která vlastní 69,05% podílu společnosti Třinecké železářny, a. s. Dalšími významnými vlastníky jsou Finitrading, a. s. (s podílem 16,34 %) a také CMC International AG (s podílem 11 %). Zbýlých 3,6 % je rozděleno mezi ostatní firmy a fyzické osoby.

### 3.1.2 Vybrané kapitálové účasti společnosti

Společnost Třinecké železářny, a. s. drží kapitálové podíly v několika dalších společnostech, které jsou předmětem své činnosti těsně spjaty s mateřskou společností – dodávají jí služby, zabezpečují odbyt jejích výrobků nebo se částečně podílejí na výrobě.

**Tab. č. 1: Kapitálové účasti v jiných společnostech**

Název společnosti	Sídlo	Podíl v %
ENERGETIKA TŘINEC, a.s.	Třinec - Staré Město	100
Strojírny Třinec, a.s.	Třinec - Staré Město	100
Slévárny Třinec, a.s.	Třinec - Staré Město	100
VÁLCOVNA TRUB TŽ, a.s.	Ostrava - Vítkovice	100
D 5, akciová společnost, Třinec	Třinec - Staré Město	100
Šroubárna Kyjov, spol. s r.o.	Kyjov	100
H & S PROGRESS s.r.o.	Dobrá	100
Řetězárna a.s.	Česká Ves	51
REFRASIL, s.r.o.	Třinec - Kanská	51
VESUVIUS ČESKÁ REPUBLIKA, a.s.	Třinec	40
Sochorová válcovna TŽ, a.s.	Třinec - Staré Město	18

Zdroj: Výroční zpráva 2008 společnosti Třinecké železářny, a. s.

## 3.2 Strategická analýza

Pomocí strategické analýzy je možné specifikovat podmínky, ve kterých společnost provozuje svoji činnost a které její činnost ovlivňují. Do této analýzy spadá analýza makroprostředí a mikroprostředí.

### 3.2.1 Analýza makroprostředí

Vzhledem ke skutečnosti, že situace ve společnosti je buď přímo, a nebo nepřímo ovlivňována ekonomickým prostředím krajiny, ve které působí, je třeba brát v úvahu vývoj základních ekonomických ukazatelů – hrubého domácího produktu, inflace, úrokových sazeb, měnových kurzů a míry nezaměstnanosti.

### 3.2.1.1 Hrubý domácí produkt

Hrubý domácí produkt (HDP) je klíčový ukazatel vývoje ekonomiky. Představuje souhrn hodnot přidaných zpracování ve všech odvětvích a činnostech považovaných v systému národního účetnictví za produktivní. Jinými slovy vyjadřuje celkovou hodnotu toho, co bylo na území České republiky za dané období vyprodukováno. Aby byl vyloučen vliv změn cen, je vyjádřen ve stálých cenách, tj. průměrných cenách roku 1995.

Pokud přepočteme HDP na jednoho obyvatele, dostaneme HDP na hlavu, které se používá při mezinárodním srovnávání vyspělosti jednotlivých zemí, ale také při rozdělování příspěvků z fondů Evropské unie. Tyto příspěvky v konečném důsledku ovlivňují podnikatelské prostředí v dané zemi.

V tabulce č.2 je uveden i hrubý domácí produkt v procentech, který udává tempo růstu tohoto ukazatele. Pro ekonomiku je dobré, aby tempo růstu produktu dosahovalo vysokých hodnot, ovšem s ohledem na stabilní cenovou hladinu. Neboť příliš vysoký růst může způsobit přehřátí ekonomiky a poté dochází k inflačním tlakům.

To, jak se hrubý domácí produkt vyvíjel v ČR v období let 2002 – 2009, lze pozorovat v následující tabulce:

**Tab. č. 2: Vývoj HDP v ČR (v letech 2002 – 2009)**

Rok	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
HDP (v mld. Kč)	2 464,4	2 577,1	2 814,8	2 983,9	3 222,4	3 535,5	3 689,0	3 672,2
HDP (v %)	1,9	3,6	4,5	6,3	6,8	6,1	2,5	-4,2

Zdroj: Český statistický úřad

Od počátku sledovaného období docházelo k postupnému nárůstu hrubého domácího produktu až do roku 2008, kdy ukazatel dosahoval úrovně 3 689 mld. Kč. Tempo růstu v letech 2005 až 2007 překročilo hranici 6 % a Česká republika se tak zařadila mezi země Evropské unie s nejrychleji rostoucí ekonomikou. Tento růst byl výsledkem příznivého vývoje ekonomiky v předešlých letech, konkrétně pak rostoucí tvorbou hrubého fixního kapitálu a pozitivním vývojem zahraničního obchodu. Lze ale vidět, že tempo růstu v roce 2008 začalo zpomalovat a v roce 2009 dosáhlo dokonce záporné hodnoty. To bylo zapříčiněno vlivem restriktivnější fiskální politiky, měnového kurzu, pomalejšího zahraničního růstu a slabší spotřeby. Tato situace vyvrcholila s příchodem celosvětové hospodářské recese zapříčiněné hypoteční krizí. Podle optimistických makroekonomických predikcí by měl hrubý domácí produkt začít opatrně růst v roce 2010, kdy se předpokládá opětovné nastartování světové ekonomiky.

### 3.2.1.2 Inflace

Dalším ukazatelem, vypovídajícím o ekonomické situaci v zemi, je inflace. Inflace je obecně definována jako růst cenové hladiny, tj. charakterizuje míru znehodnocení měny ve vymezeném čase.

Průměrná míra inflace je měřena pomocí přírůstků indexu spotřebitelských cen a to jak se vyvíjela v letech 2002 – 2009 na území České republiky je zřejmé z této tabulky:

**Tab. č. 3: Vývoj inflace v ČR (v letech 2002 – 2009)**

Rok	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Míra inflace (v %)	1,8	0,1	2,8	1,9	2,5	2,8	6,3	1,0

Zdroj: Český statistický úřad

Z tabulky je patrné, že míra inflace je v České republice poněkud nestabilní. V roce 2003 dosahovala hodnoty 0,1 %, zatímco v roce následujícím již 2,8 %. V roce 2008 míra inflace dosahovala dokonce 6,3 procentních bodů, což znamená absolutní nárůst o 3,5 % oproti předchozímu roku 2007. Je to důsledek růstu cen komodit na světových trzích a příspěvku administrativních opatření. Vyšší inflace je obecně způsobena růstem cen. Tyto zvyšující se ceny se promítají do vstupních nákladů jednotlivých firem, což v konečném důsledku ovlivňuje i ceny prodejní. Průměrná míra inflace v roce 2009 dosáhla, oproti rekordní výši roku 2008, pouze jednoho procentního bodu. Byla to druhá nejnižší průměrná roční míra inflace od roku 1989. Tento vývoj ovlivnila řada faktorů, mezi které patří pokles cen potravin a nealkoholických nápojů, dále pokles cen pohonných hmot a automobilů.

Vývoj cenové hladiny je úzce spjat s aktivitami centrální banky, která nejenže je zodpovědná za to, aby byla cenová hladina stabilní, ale centrální banka je tou institucí, která vývoj cenové hladiny určuje. Úloha měnové politiky ČNB je popsána Ústavou ČR a zákonem o České národní bance. Obě právní normy bance ukládají zabezpečovat především cenovou stabilitu a podporovat i obecnou hospodářskou politiku vlády vedoucí k udržitelnému hospodářskému růstu.

ČNB při plnění své úlohy využívá tzv. cílování inflace. Významnými rysy cílování inflace je jeho střednědobost, využívání prognózy inflace a veřejné vyhlášení inflačního cíle, aby se ve společnosti mohly utvořit očekávání spojená s inflací.

To, aby se inflace pohybovala v rámci dohodnutého koridoru, se pokouší ČNB dosáhnout využíváním měnově-politických nástrojů (například i repo operacemi respektive repo-sazbou). Pokud například centrální banka očekává, že v budoucnosti

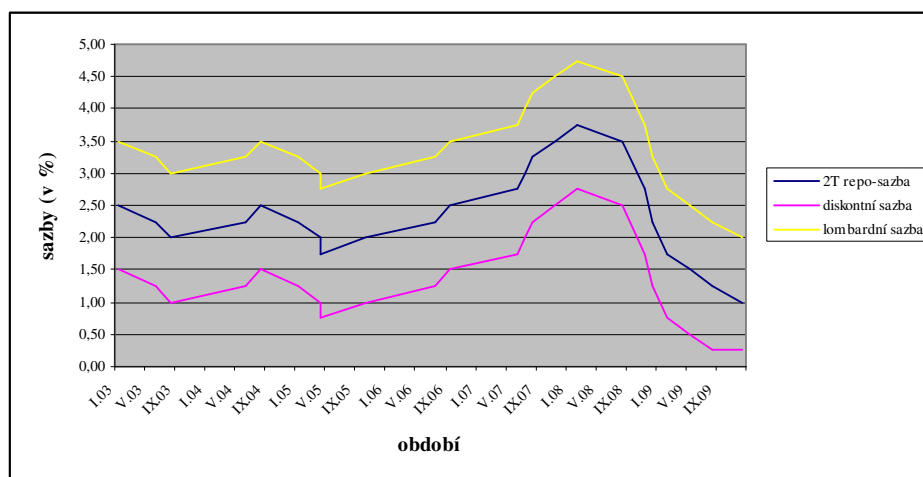
budou převažovat inflační vlivy tlačící na růst inflace nad cílovaný koridor, jde o signál, že měnová politika by měla být restriktivnější, tj. přísnější, a že repo-sazba by měla být zvýšena. Důsledkem růstu repo-sazby je i růst ostatních sazeb na trhu – z hypoték, spotřebitelských úvěrů, vkladů, apod.

### 3.2.1.3 Úrokové sazby a měnový kurz

Úrokové sazby spolu s kurzem měny patří k důležitým faktorům, které ovlivňují naši ekonomiku. Kurz měny ovlivňuje zahraniční obchod a domácí cenovou hladinu, úrokové sazby jsou podstatné z toho důvodu, že výrazným způsobem ovlivňují poptávku po úvěrech a tedy i investicích.

Úrokové sazby jsou určeny centrální bankou, která stanovuje v rámci své měnové politiky tři základní úrokové sazby: lombardní, diskontní a repo-sazbu. Nejdůležitější z nich je repo-sazba, která má výsadní úlohu mezi měnově-politickými nástroji. Vývoj jednotlivých úrokových sazeb v letech 2003 až 2009 znázorňuje následující graf.

**Graf č.1: Vývoj úrokových sazeb v ČR v letech 2003 – 2009 (v %)**



Zdroj: Česká národní banka

Zatímco se v roce 2007 Česká národní banka rozhodla přenastavit dosavadní měnovou politiku a zvýšila klíčové úrokové sazby, od roku 2008 dochází k jejich postupnému propadu. V prosinci roku 2009 pak základní dvoutýdenní repo-sazba dosáhla svého historického minima výši 1 %. Stejný vývoj je patrný i u diskontní a lombardní sazby.

Důsledkem repo-operací (a repo sazeb) narůstá nebo klesá motivace bank, aby své volné prostředky půjčovaly, například i soukromému sektoru. Pokud jde o lombardní a diskontní sazby, lze si představit obě sazby jako limity pro pohyb krátkodobých úrokových sazeb na peněžním trhu, přičemž diskontní sazba je dolním limitem a lombardní je horní mezí.

V případě měnových kurzů jde zejména o dopady na zahraniční obchod a domácí cenovou hladinu. Platí totiž, že s posilováním domácí měny dochází ke zdražování domácího zboží na zahraničních trzích a naopak ke zlevňování zahraničního zboží na domácím trhu. Sílící měnu proto nelze označovat za zlo a stejně tak slábnoucí měnu. Jde pouze o mechanismus, který přivádí ekonomiku do rovnováhy.

**Tab. č. 4: Průměrný roční vývoj kurzu koruny (v letech 2002 – 2009)**

Rok	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
CZK/EUR	30,812	31,844	31,904	29,784	28,343	27,762	24,942	26,445
CZK/USD	32,736	28,227	25,701	23,947	22,609	20,308	17,035	19,057

Zdroj: Český statistický úřad

Ve sledovaném období koruna postupně posilovala vůči všem zahraniční měnám. Největší posílení zaznamenala zejména vůči americkému dolaru a to převážně v roce 2003, kdy z původního kurzu 32,736 CZK/USD v roce 2002 posílila o 4,5 koruny na kurz 28,227 CZK/USD. Koruna posilovala také vůči euru, z původních 30,812 CZK/EUR v roce 2002 na 24,942 CZK/EUR v roce 2008. Posilování koruny je příjemné na cestách do zahraničí, méně příjemné je to však pro exportéry, jejichž ztráty kvůli silné koruně jdou do milionů. V posledních sledovaném roce již došlo k oslabení koruny vůči euru i americkému dolaru.

Jedním z nejvýznamnějších fundamentálních faktorů, který podporuje růst koruny, je rychleji rostoucí produktivita práce. Díky ní postupně doháníme naše západní sousedy, a zároveň se s ní zlepšuje výkon domácího exportu, což tlačí na posilování domácí měny. Jednodušeji řečeno, poptávka po korunách v zahraničí se zvyšuje, když zahraniční dovozci českého zboží nabízejí na trhu více eur a dolarů. Současně se ale také snižuje konkurenceschopnost našich exportérů, neboť jsou nuceni kvůli silné koruně snižovat ceny svých výrobků, aby mohli konkurovat cenou na zahraničních trzích. Přestože je silná koruna nepříznivá pro české exportéry, export se v roce 2007 zvýšil oproti předchozímu roku o 15 % a přebytek obchodní bilance dosáhl v témže roce rekordní hodnoty a dokonce se zdvojnásobil oproti roku 2006.

Většina analytiků očekává, že do budoucna bude koruna posilovat podstatně nižším tempem než jsme viděli během posledních několika let.

#### **3.2.1.4 Nezaměstnanost**

Jedním z ekonomických ukazatelů, které státy sledují, je nezaměstnanost. Podle Mezinárodní organizace práce (ILO) jsou za nezaměstnané považovány ty osoby, které v určitém období neměly žádné zaměstnání a aktivně hledaly práci. České republice se v posledních několika letech dařilo obecnou míru nezaměstnanosti postupně snižovat. V roce 2009 bohužel došlo, v souvislosti s finanční krizí, k výraznému nárůstu míry nezaměstnanosti, což ukazuje také následující tabulka:

**Tab. č. 5: Vývoj nezaměstnanosti v % v ČR (v letech 2002 – 2009)**

Rok	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Nezaměstnanost	7,3	7,8	8,3	7,9	7,1	5,3	4,4	6,7

Zdroj: Český statistický úřad

Od roku 2004 až do počátku světové hospodářské krize na konci roku 2008 míra nezaměstnanosti pomocí aktivních nástrojů politiky zaměstnanosti postupně klesala. Pokles byl způsoben příznivým vývojem ekonomiky i díky příchodu nových investorů do regionů, kde nezaměstnanost dosahovala dosud nejvyšších hodnot.

#### **3.2.2 Analýza mikroprostředí**

Analýza mikroprostředí spočívá především v porovnávání firmy s okolím. Přiřazením dané společnosti do odvětví, ve kterém působí, je možné lépe identifikovat její charakteristické znaky a určit prognózu.

Společnost Třinecké železářny, a. s. lze v rámci odvětvové klasifikace ekonom. činností (OKEČ) zařadit do skupiny D – Zpracovatelský průmysl, konkrétně pak do podskupiny č. 27 – Výroba základních kovů a hutních výrobků. Hutnictví je považováno za základní průmyslové odvětví, jelikož výroba kovů je prvním důležitým předcházejícím krokem v řetězci přidané hodnoty mnoha odvětví, jako například strojírenství, automobilový průmysl, stavebnictví, stavba lodí, letecký a kosmický průmysl. Právě z tohoto důvodu je hutní průmysl označován jako barometr stavu ekonomiky. Export hutních a slévárenských výrobků je velmi vysoký, z toho třetina českého vývozu míří na německý trh.

Hutnictví a zpracování kovů patří rovněž k největším spotřebitelům energie v rámci zpracovatelského průmyslu. Současně se jedná o odvětví s extrémní fondovou náročností, vyžadující alokaci velkého objemu finančních prostředků. V odvětví jsou nutné rozsáhlé investice do technologií a vybavení, jenž mají velmi dlouhou dobu užití.

Společnosti v oboru hutnictví železa vyrábějí především základní hutní výrobky. Výroba v České republice je koncentrována do tří dominantních společností – a jsou jimi právě Třinecké železárny, a. s., dále ArcelorMittal Ostrava, a.s. a EVRAZ VÍTKOVICE STEEL, a. s. Toto výsadní postavení Třineckých železáren na trhu svědčí o jejich úspěšnosti, která je bezpochyby velkou měrou zapříčiněna jejich 170-ti letou tradicí.

Díky rozvojovým ekonomikám a stabilitě ekonomik ve vyspělých zemích se v posledních letech dala spotřeba oceli do značně rychlého růstu. Ekonomiky ve stadiu růstu ani jinak než intenzivně spotřebovávat ocel nemohou. Obrat přišel v roce 2008, kdy finanční krize jako první postihla zpracovatele a v konečné fázi uživatele oceli. Mnoho podnikatelských aktivit je přirozeně závislých na krytí finančních potřeb využíváním úvěrů a v důsledku omezování úvěrových možností se tyto aktivity utlumily. Ocelářství to pociťuje poklesem zakázek, což přináší tendence poklesu cen. Pro tento případ jsou oceláři připraveni omezovat výrobu, předsunovat potřebné opravy a údržby a zpomalovat své investiční záměry. Ani zde to však finančně nemusí unést řada menších podniků, jejichž existence by v případě dlouhodobějšího trvání této krize mohla být ohrožena. Jednoznačným důsledkem této situace je všeobecný útlum v ocelářství, tempa a doba trvání jsou stěží předpověditelné, nejspíše lze ale oživení předpovídat během roku 2010. Návrat na předchozí úroveň pak bude velmi pozvolný a může trvat i několik let. Pro Třinecké železárny jsou však hospodářské výsledky minulých let zárukou přečkání krizového období.<sup>6</sup>

### **3.3 Finanční analýza**

Vstupní data, potřebná pro zpracování finanční analýzy, byla získána z účetních výkazů společnosti za období let 2002 – 2008. Tyto výkazy jsou k dispozici v přílohách č. 1 a 2. Cílem této analýzy je zhodnocení finanční situace společnosti Třinecké železárny, a. s. pomocí absolutních a poměrových ukazatelů.

---

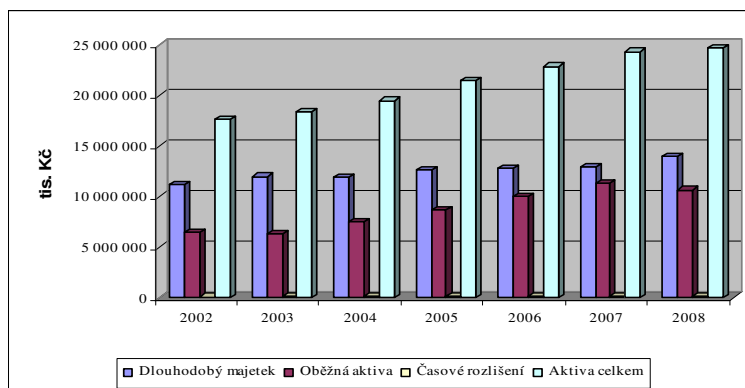
<sup>6</sup> Panorama českého průmyslu. Ministerstvo průmyslu a obchodu [online] 2010 [cit. 27. března 2010]. Dostupné z WWW: <<http://www.mpo.cz/dokument65939.html>>.



### 3.3.1 Vývoj základních absolutních ukazatelů

V následujících grafech je možné porovnat strukturu vybraných ukazatelů rozvahy a výkazu zisků a ztrát v čase.

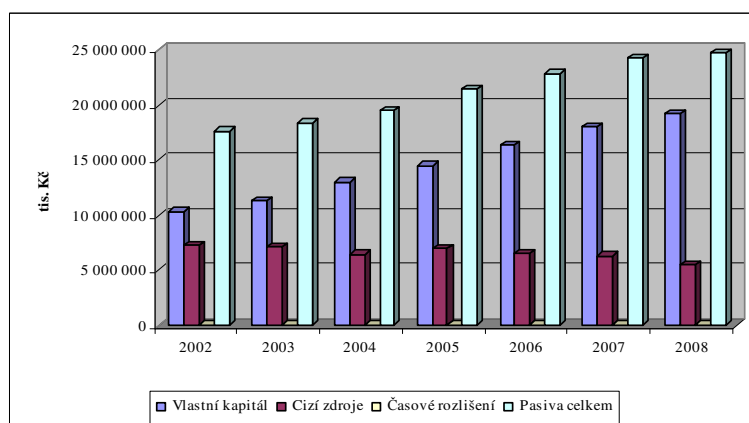
**Graf č. 3: Vývoj struktury aktiv v čase**



Zdroj: Rozvaha společnosti Třinecké železářny, a. s.

Na nárůst celkových aktiv společnosti má vliv především růst oběžných aktiv, dlouhodobý majetek zůstává v zásadě zachován. Hodnota celkových aktiv se od roku 2002, kdy dosahovala 17 671 137 tis. Kč, vyšplhala až na 24 723 579 tis. Kč v roce 2008, což představuje nárůst o 7 052 442 tis. Kč. Tento růst byl způsoben především navýšením zásob a dlouhodobého i krátkodobého finančního majetku.

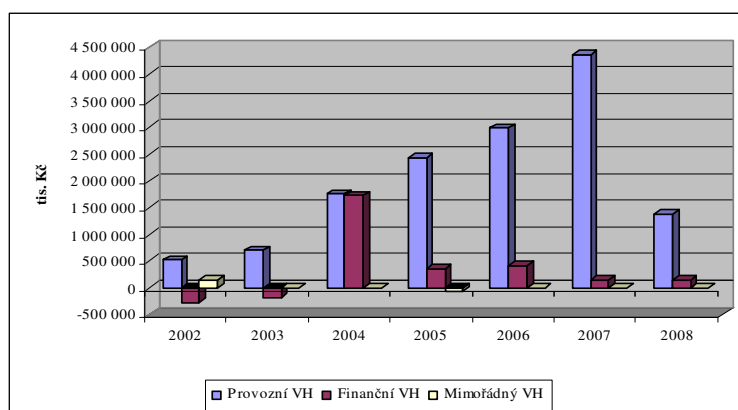
**Graf č. 4: Vývoj struktury pasiv v čase**



Zdroj: Rozvaha společnosti Třinecké železářny, a. s.

I v tomto případě mají pasiva tendenci růst a to díky navyšování vlastního kapitálu, jenž je ovlivňován především výsledkem hospodaření minulých let. Oproti tomu lze pozorovat snižování podílu cizích zdrojů, přičemž došlo ke snížení bankovních úvěrů, rezerv i dlouhodobých závazků.

**Graf č. 5: Vývoj struktury výsledku hospodaření v čase**



Zdroj: Výkaz zisků a ztrát společnosti Třinecké železárny, a. s.

Finanční výsledek v roce 2004 byl ovlivněn tržbami z prodeje cenných papírů a podílů. Jinak mají na finanční výsledek hospodaření vliv zejména dividendy přijaté z dceřiných společností a nemalou měrou se na něm podílí také ostatní finanční výnosy. Mimořádný výsledek hospodaření nebyl, až na výjimky v letech 2002 a 2005, dosažen. Lze tedy konstatovat, že finanční situaci podniku zásadní měrou ovlivňuje provozní výsledek hospodaření, což je zcela logické.

### 3.3.2 Horizontální a vertikální analýza

V této části budou slovně okomentovány některé položky horizontální a vertikální analýzy, jejichž propočty jsou k dispozici v přílohách č. 3 - 6.

#### *Horizontální analýza*

K největším výkyvům v rozvaze i výkazu zisků a ztrát došlo mezi lety 2007 a 2008. Rok 2007 znamenal totiž pro Třinecké železárny, a.s. rekordně úspěšné období, zatímco rok 2008 již byl poznamenán značným poklesem poptávky v důsledku ekonomické krize. I přes potíže, které krize přinesla, se společnosti podařilo v roce 2008 dosáhnout zisku před zdaněním ve výši 1,517 mld. Kč, což je ve srovnání s předchozím rokem zhruba třetinový objem. Vliv krize je znám i na tržbách za prodej vlastních výrobků a služeb. Zatímco v letech 2006 až 2007 činilo tempo jejich růstu 12,22 %, v období let 2007 – 2008 byl meziroční růst tržeb pouze 4,33 %. Na zpomalení růstu měl vliv pokles poptávky, neboť došlo ke globálnímu poklesu spotřeby oceli.

### Vertikální analýza

Celková aktiva jsou až do roku 2004 tvořena průměrně 60 % dlouhodobým majetkem a od roku 2005 jsou téměř rovnoměrně rozděleny mezi dlouhodobý majetek a oběžná aktiva. Dlouhodobý majetek je tvořen ze 40 % majetkem hmotným a 20 % tvoří finanční majetek, konkrétně podíly v ovládaných a řízených osobách. Oběžná aktiva jsou pak největší měrou zastoupena v zásobách. Vlastní kapitál je v letech 2007 až 2008 tvořen ze 33 % základním kapitálem (jehož hodnota činí 8 109 863 tis. Kč), 10% tvoří rezervní fondy a v průměru 15 % je vlastní kapitál ovlivněn výsledkem hospodaření minulých let. Ze skupiny cizích zdrojů jsou pak pasiva nejvíce ovlivněna krátkodobými závazky. V roce 2007, který lze považovat za nejúspěšnější, tvořil zisk před zdaněním téměř 13 % hodnoty tržeb.

#### 3.3.1 Poměrová analýza

V následující části budou propočteny základní ukazatele rentability, likvidity, aktivity, finanční stability a zadluženosti.

##### Ukazatele rentability

Základním kritériem této skupiny ukazatelů je hodnocení výnosnosti vloženého kapitálu. Pro výpočet ukazatelů rentability byly použity vzorce z podkapitoly 2.4.4.1, konkrétně pak (2.4), (2.5) a (2.6). Pro přehlednost jsou vztahy pro výpočet uvedeny i ve druhém sloupci následující tabulky.

Tab. č. 6: Ukazatele rentability

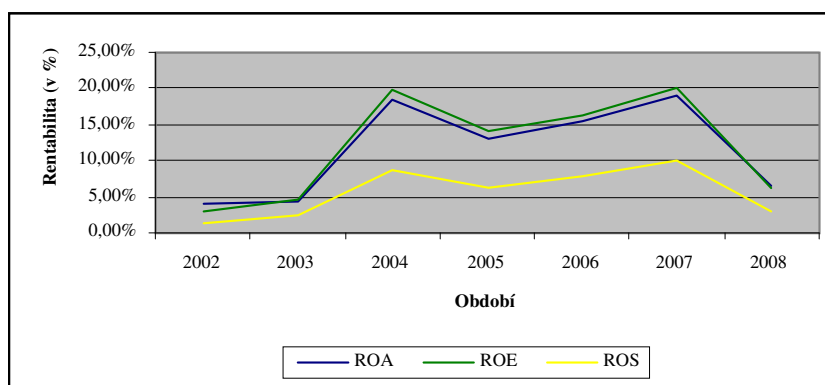
Rentabilita	Vzorec	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
ROA	EBIT/A	4,02%	4,23%	18,59%	13,13%	15,40%	18,98%	6,42%
ROE	EAT/vl.kapitál	2,99%	4,60%	19,76%	14,22%	16,36%	20,17%	6,27%
ROS	EAT/tržby	1,43%	2,35%	8,64%	6,32%	7,94%	10,12%	3,10%

Zdroj: vlastní výpočty

Lze pozorovat, že výsledné hodnoty dosahují poměrně vysokých hodnot, což je pro společnost jednoznačně příznivé. I zde je potvrzen již zmiňovaný fakt, že ekonomicky nejúspěšnější byl pro Třinecké železářny rok 2007.

Pro větší přehlednost byly výsledné hodnoty zaneseny do následujícího grafu:

**Graf č. 6: Vývoj ukazatelů rentability aktiv**



Zdroj: vlastní výpočty

Vývoj hodnoty všech tří ukazatelů je téměř shodný: k prvnímu poklesu došlo v roce 2005 díky meziročnímu propadu zisku o necelých 20 %, k dalšímu propadu v roce 2008 přispěl počátek finanční krize, který utlumil poptávku po výrobcích společnosti.

Příznivý je vývoj ukazatele rentability vlastního kapitálu ROE, který dosahuje nejvyšších hodnot. Pomocí něj mohou akcionáři, majitelé a další investoři jednoduše zjistit, zda jejich vložený kapitál přináší dostatečný výnos.

### Ukazatele likvidity

Ukazatele platební schopnosti slouží ke zjištění, zda podnik nemá problémy s placením svých splatných závazků. Obvykle jsou poměřována oběžná aktiva v nějaké své podobě ke krátkodobým závazkům. K propočtu jednotlivých ukazatelů likvidity byly použity vzorce (2.7), (2.8) a (2.9) z podkapitoly 2.4.4.2. Doplnujícím je ukazatel čistého pracovního kapitálu ČPK, který je počítán dle vztahu (2.10).

**Tab. č. 7: Ukazatele likvidity**

Likvidita	Vzorec	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Běžná likvidita	OA/kr.závazky	3,65	2,87	2,85	2,78	3,14	3,05	2,99
Pohotová likvidita	OA-zásoby/ kr.záv.	2,00	1,38	1,36	1,37	1,56	1,64	1,31
Okamžitá likvidita	kr.fin.maj./ kr.záv.	0,06	0,15	0,29	0,43	0,61	0,87	0,61
ČPK (v Kč)	OA-kr.záv.	4 676 894	4 092 073	4 844 475	5 572 660	6 801 629	7 580 169	7 095 221

Zdroj: vlastní výpočty

Za průměrnou výši běžné likvidity se považuje rozmezí od 1,5 do 2,5. Společnost tuto hranici ve všech sledovaných obdobích překračuje a lze tedy

konstatovat, že je okamžitě schopna krýt své krátkodobé dluhy v době splatnosti z oběžných aktiv, které jsou pro tento účel určeny. I když od oběžných aktiv odečteme zásoby, které jsou nejméně likvidní položkou v této skupině, nenastanou v podniku žádné potíže při placení závazků, což dokazují hodnoty pohotové likvidity, které se pohybují okolo horní hranice doporučených hodnot (0,9 až 1,5). Problémy se solventností by neměly nastat ani při hodnocení okamžité likvidity, neboť výsledné hodnoty jsou i v tomto případě příznivé. Doplnující ukazatel čistého pracovního kapitálu se v čase zvyšuje a splňuje tedy požadavek k jeho růstu. Tento kapitál může být po splacení krátkodobých závazků použit k uskutečnění investic společnosti.

### Ukazatele aktivity

Pomocí ukazatelů aktivity je měřena efektivnost, s jakou podnik využívá svá aktiva. Obecně platí, že čím je doba obratu nižší, tím je situace pro firmu pozitivnější. V tomto případě byla sledována doba obratu aktiv, zásob, pohledávek a závazků pomocí vztahů (2.12), (2.13), (2.14) a (2.15).

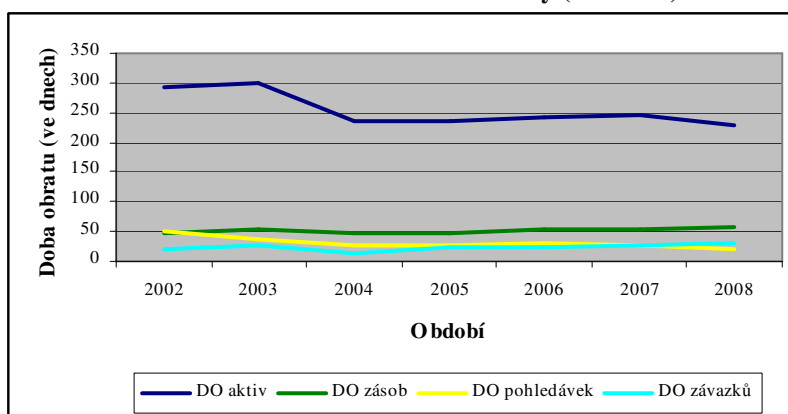
**Tab. č. 8: Ukazatele aktivity (ve dnech)**

Aktivita	Vzorec	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
DO aktiv	$(\text{aktiva} \cdot 360) / \text{tržby}$	294	300	236	236	244	244	229
DO zásob	$(\text{zásoby} \cdot 360) / \text{tržby}$	48	53	47	48	54	52	56
DO pohledávek	$(\text{pohl.} \cdot 360) / \text{tržby}$	49	36	28	28	30	28	20
DO závazků	$(\text{závazky} \cdot 360) / \text{tržby}$	21	26	14	25	24	28	29

Zdroj: vlastní výpočty

Pro větší vypovídací schopnost jsou hodnoty opět zobrazeny pomocí grafu:

**Graf č. 6: Ukazatele aktivity (ve dnech)**



Zdroj: vlastní výpočty

Doporučený klesající trend je patrný pouze u doby obratu aktiv, kdy se doba obratu pohybuje průměrně okolo 240 dní. Ovšem i dobu obratu pohledávek a závazků je

možné hodnotit pozitivně, neboť se pohybují okolo 30 dnů. Vypovídá to tedy o dobré strategii řízení pohledávek a také efektivnosti při vymáhání pohledávek za odběrateli. Na druhé straně je společnost schopna ve stejném čase dostát svým závazkům. Co se týče zásob, ty ležely na skladě v průměru 50 dnů, a to vypovídá o poměrně úspěšné zásobovací politice.

### Ukazatele finanční stability a zadluženosti

Poslední skupinou ukazatelů je analyzována struktura zdrojů financování podniku a je zjišťováno, nakolik jsou náklady na financování cizích zdrojů kryty podnikovými aktivy. Ukazatele byly propočteny pomocí vzorců (2.16) až (2.21) nacházejících se v podkapitole 2.4.4.4.

**Tab. č. 9: Ukazatele finanční stability a zadluženosti**

Fin. stabilita a zadluženost	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Podíl vl.kapit. na aktivech	58,58%	61,24%	66,78%	67,63%	71,64%	73,98%	77,72%
Majetkový koeficient	170,71%	163,30%	149,75%	147,86%	139,59%	135,16%	128,67%
Celková zadluženost	41,25%	38,69%	33,16%	32,27%	28,30%	25,96%	22,25%
Zadluženost vl. kapitálu	70,42%	63,19%	49,65%	47,72%	39,51%	35,08%	28,63%
Úrokové krytí	219,54%	310,03%	2517,62%	2799,54%	3130,79%	4796,07%	2301,29%
Úrokové zatížení	45,55%	32,25%	3,97%	3,57%	3,19%	2,09%	4,35%

Zdroj: vlastní výpočty

Růst ukazatele podílu vlastního kapitálu na aktivech ve sledovaném období znamená upevňování finanční stability společnosti a udává, do jaké míry je podnik schopen krýt majetek vlastními zdroji (v tomto případě průměrně 70 %). Vypovídací schopnost majetkového koeficientu je poněkud složitá. Pro podnik je optimální stabilita tohoto koeficientu, kterou Třinecké železářny od roku 2006 dosahují a lze tedy konstatovat, že dosahují optimálního poměru vlastních a cizích zdrojů. Pokles ukazatele celkové zadluženosti znamená, že se snižuje podíl celkových dluhů podniku, které v roce 2008 tvořily už jen 22 % z celkových aktiv. Došlo rovněž i k poklesu zadluženosti vlastního kapitálu až na úroveň necelých 29 %. Vysoké hodnoty ukazatele úrokového krytí jsou pro společnost velice příznivé. Nákladové úroky jsou tak několikanásobně kryty z provozního zisku, což ocení zejména věřitelé společnosti. Ukazatel úrokového zatížení vyjadřuje, jakou část zisku odčerpají úroky. Vzhledem k tomu, že se úrokové zatížení pohybuje na minimální úrovni, může si podnik dovolit daleko větší podíl cizích zdrojů.

### 3.4 Dlouhodobý finanční plán

Finanční plán představuje základ při ocenění pomocí výnosových metod, které budou pro stanovování hodnoty společnosti Třinecké železářny, a. s. použity. Při sestavování finančního plánu se bere v úvahu několik hledisek, především pak makroekonomický vývoj, situace v odvětví, ve kterém společnost působí a v neposlední řadě také finanční situace a možnosti oceňované společnosti. Každý takovýto plán společnosti by měl vycházet z její dlouhodobé koncepce, čili brát v úvahu její vize a jasné strategie.

Finanční plán společnosti Třinecké železářny, a. s. je sestaven na dobu pěti let, konkrétně na roky 2009 až 2013. Predikce vývoje jednotlivých položek rozvahy i výkazu zisků a ztráty vychází z auditorovaných výsledků hospodaření, výročních zpráv a aktuálních informací dostupných na webových stránkách společnosti, tak aby plánované výkazy co nejvíce odpovídaly strategii firmy.

Před sestavováním plánů rozvahy a výkazů zisků a ztrát byl nastaven scénář, podle kterého se jednotlivé položky těchto finančních výkazů budou vyvíjet. V roce 2009 je v důsledku finanční krize počítáno s poklesem poptávky po produktech a výkonech společnosti, což ovlivní hospodaření společnosti. V letech 2010 až 2013 je již předpokládán pozvolný návrat na úroveň předcházejících úspěšných let. Některé položky pak byly predikovány metodou podílu na tržbách a také na základě jejich meziročního tempa růstu (poklesu) v minulých letech.

#### 3.4.1 Plán rozvahy

Při plánování rozvahy pro roky 2009 – 2013 bylo vycházeno z následujících předpokladů:

- výchozí údaje jsou čerpány z rozvahy let 2002 až 2008, přičemž největší důraz je kladen na poslední tři období;
- dlouhodobý nehmotný majetek bude konstantní ve výši 28 837 tis. Kč;
- dlouhodobý hmotný majetek poroste tempem 2 % ročně;
- v roce 2009 bude dlouhodobý finanční majetek dosahovat výše 3 698 981 tis.Kč, následně bude růst, a to o 9 % ročně;
- také zásoby v roce 2009 poklesnou o 3,5 %, v dalších letech je již předpokládán jejich 8 % roční růst;
- dlouhodobé pohledávky by se měly zvyšovat o 21 % ročně;

- u krátkodobých pohledávek a krátkodobého finančního majetku je předpokládán stejný průběh růstu (poklesu) jako u zásob;
- položky základní kapitál a kapitálové fondy zůstávají po plánované období konstantní, ve výši roku 2008;
- zákonnému rezervnímu fondu je přidělováno 5 % ze zisku po zdanění;
- výše výsledku hospodaření minulých let je ovlivňována výsledkem hospodaření běžného období, výsledkem hospodaření minulých let, přiděly do fondů a případnou výplatou dividend;
- rezervy se, s výjimkou posledního roku, zvyšují o 11 % ročně;
- dlouhodobé závazky se snižují ročním tempem 5 %;
- krátkodobé závazky v roce 2009 poklesnou o 3,5 %, v dalších letech je předpokládán jejich 8 % roční růst;
- bankovní úvěry a výpomoci se budou každoročně snižovat a jejich výše je převzata z výroční zprávy.

Na základě těchto předpokladů byl sestaven plán rozvahy, jenž je zachycen v příloze číslo 7.

### **3.4.2 Plán výkazu zisků a ztráty**

Předpoklady pro sestavení predikovaného výkazu zisků a ztrát jsou následující:

- výkony meziročně porostou o 8 %, s výjimkou roku 2009, kdy je předpokládán jejich pokles o 3,5 %;
- spotřeba materiálu a energie poroste o 4 % ročně, služby tvoří průměrně 7 % z hodnoty tržeb (tyto dvě složky tvoří položku výkonová spotřeba, která s jejich vlivem danou mírou narůstá);
- mzdové náklady rostou o 3,3 % ročně, odměny členům orgánů porostou o 1 %, náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění tvoří 34 % ze mzdových nákladů, a sociální náklady představují 11 % z hodnoty mzdových nákladů (sečtením těchto položek dostaneme hodnotu osobních nákladů);
- daně a poplatky by se měly zvyšovat o 1 % ročně;
- odpisy rovněž porostou, meziročně o 4 %;
- tržby z prodeje dlouhodobého majetku porostou o 8 % a tržby z prodeje materiálu o 4 %, opět s výjimkou roku 2009, kdy je předpokládán jejich pokles o 3,5 %;



- změna stavu rezerv bude konstantní, a to ve výši 58 067 tis. Kč;
- ostatní provozní výnosy i náklady a výnosy z dlouhodobého finančního majetku v roce 2009 poklesnou o 3,5 %, v dalších letech je již předpokládán jejich 8 % růst;
- je počítáno se sazbou daně z příjmů právnických osob ve výši 20 % v roce 2009, a s 19 % sazbou v letech následujících;
- v predikci nejsou plánovány mimořádné výsledky hospodaření.

S přihlédnutím k těmto předpokladům byl sestaven plánovaný výkaz zisků a ztrát, který je zobrazen v příloze č. 8.

## 4 Stanovení hodnoty společnosti

Hodnota společnosti k datu 1. 1. 2009 je vypočítána výnosovými metodami, konkrétně metodou DCF – Equity a metodou kapitalizovaných zisků v obou jejích variantách (metodou paušální i analytickou). Před samotným vyčíslením hodnoty je potřeba nejdříve určit výši nákladu kapitálu.

### 4.1 Výpočet nákladů kapitálu

Náklady kapitálu představují minimální požadovanou míru výnosnosti kapitálu. Jelikož se v tomto případě jedná o společnost zadluženou, je nutné stanovit náklady kapitálu zadlužené společnosti WACC (označovány také jako  $R_A$ ). Abychom však byli schopni tyto náklady vyčíslit, musí být nejprve vypočteny náklady kapitálu nezadlužené firmy  $WACC_U$  pomocí stavebnicového modelu (2.47).

Stavebnicový model je založen na součtu bezrizikové sazby a rizikových přírážek dle vztahů (2.50) až (2.52).

Jako **bezriziková sazba**  $R_F$  je uvažována výnosnost dlouhodobých státních dluhopisů. Data jsou převzata z makroekonomické predikce Ministerstva financí České republiky a jsou uvedena v následující tabulce.

Tab. č. 10: Bezriziková sazba

Bezriziková sazba	2009	2010	2011	2012	2013
$R_F$	2,92%	3,53%	3,64%	4,78%	4,49%

Zdroj: Ministerstvo financí ČR

Při stanovení **rizikové přírážky charakterizující produkční sílu**  $R_{podn.}$  je jako kritérium k výpočtu použita schopnost nahrazovat cizí kapitál kapitálem vlastním. Výsledné hodnoty uváděné v tabulce byly propočteny dle vztahu (2.50)

Tab. č. 11: Riziková přírážka charakterizující produkční sílu

Riziková přírážka	2009	2010	2011	2012	2013
X1 (v %)	5,79%	5,04%	4,75%	5,40%	5,89%
EBIT/A (v %)	-1,51%	4,08%	9,77%	14,95%	20,07%
$R_{podn.}$	10%	0,36%	0%	0%	0%

Zdroj: vlastní výpočty

Ukazatel finanční analýzy EBIT/A je zde porovnáván s ukazatelem X1. V letech 2011 až 2013 je  $R_{podn.}$  stanoveno na 0 %, neboť byl ve všech letech ukazatel EBIT/A větší než X1. V roce 2009 byl ukazatel EBIT/A menší než nula, tudíž byla riziková přírážka stanovena ve výši 10 %. Jelikož ukazatel v roce 2010 nesplňoval žádnou z předešlých podmínek, musela být jeho hodnota propočtena dle vztahu:

$$R_{podn.} = \frac{\left(X1 - \frac{EBIT}{A}\right)^2}{10 \cdot X1^2}.$$

V případě **rizikové přírážky finanční stability**  $R_{finstab}$  se posuzuje vztah mezi celkovou likviditou společnosti a průměrnou likviditou v odvětví průmyslu. Na základě vztahu (2.51) pak byla riziková přírážka stanovena takto:

**Tab. č. 12: Riziková přírážka finanční stability**

Riziková přírážka	2009	2010	2011	2012	2013
OA/kr.závazky	3,00	2,69	2,71	2,93	3,41
prům.likvidita průmyslu (XL)	1,21	1,21	1,21	1,21	1,21
$R_{finstab.}$	0%	0%	0%	0%	0%

Zdroj: vlastní výpočty, Ministerstvo průmyslu a obchodu České republiky

Protože jsou hodnoty celkové likvidity ve všech sledovaných obdobích vyšší než průměrná likvidita v průmyslu, je riziková přírážka rovna 0 %.

**Riziková přírážka  $R_{LA}$**  charakterizuje velikost firmy pomocí úplatných zdrojů.

**Tab. č. 13: Riziková přírážka za velikost podniku**

Riziková přírážka	2009	2010	2011	2012	2013
Úplatné zdroje (v tis. Kč)	18 832 187	18 673 281	19 779 336	22 168 402	24 990 780
$R_{LA}$	0%	0%	0%	0%	0%

Zdroj: vlastní výpočty

Hodnota úplatných zdrojů ve všech případech překračuje hodnotu 3 mld. Kč (stanovena jako kritérium), a proto je riziková přírážka rovna 0 %.

Po stanovení bezrizikové sazby a všech rizikových přírážek je možno stanovit náklady na celkový kapitál nezadlužené firmy  $WACC_U$  a následně i potřebné náklady na celkový kapitál zadlužené firmy  $WACC$  dle vztahu (2.48) . Vypočtené hodnoty obou ukazatelů shrnuje následující tabulka:

**Tab. č. 14: Výpočet nákladů na celkový kapitál stavebnicovým modelem**

	2009	2010	2011	2012	2013
$R_F$	2,92%	3,53%	3,64%	4,78%	4,49%
$R_{podn.}$	10%	0,36%	0%	0%	0%
$R_{fin.stab.}$	0%	0%	0%	0%	0%
$R_{LA}$	0%	0%	0%	0%	0%
<b><math>R_A</math> (nezadl.)</b>	<b>12,92%</b>	<b>3,89%</b>	<b>3,64%</b>	<b>4,78%</b>	<b>4,49%</b>
<b><math>R_A</math> (zadl.)</b>	<b>10,85%</b>	<b>3,31%</b>	<b>3,10%</b>	<b>4,05%</b>	<b>3,77%</b>

Výpočet nákladů na vlastní kapitál  $R_E$  dle vzorce (2.49), včetně mezivýpočtů, zobrazuje tato tabulka:

**Tab. č. 15: Náklady na vlastní kapitál (mezivýpočty)**

	2009	2010	2011	2012	2013
$R_A \cdot (U/Z/A)$	0,0870	0,0261	0,0244	0,0326	0,0317
$(1-d) \cdot (\dot{U}/(B\dot{U}+OBL))$	0,0577	0,0518	0,0488	0,0544	0,0568
$(\dot{U}/A) - (VK/A)$	0,0311	0,0249	0,0202	0,0142	0,0097
Mezivýpočet	0,0852	0,0248	0,0234	0,0318	0,0311
$VK/A$	0,7708	0,7632	0,7674	0,7908	0,8296
<b><math>R_E</math></b>	<b>11,05%</b>	<b>3,25%</b>	<b>3,05%</b>	<b>4,02%</b>	<b>3,75%</b>

Zdroj: vlastní výpočty

## 4.2 Ocenění metodou DCF – Equity

Pro ocenění vlastního kapitálu podniku touto metodou bylo rozděleno trvání podniku na dvě fáze, přičemž první fáze trvá 4 roky a poté následuje fáze druhá, která předpokládá nekonečné trvání fungování podniku.

Samotnému ocenění předchází výpočet volných peněžních toků pro vlastníky FCFE podle vztahu (2.39), které je nutné diskontovat příslušnými náklady na vlastní kapitál. Údaje o plánovaném čistém zisku, odpisech, změně čistého pracovního kapitálu, saldu úvěru a investicích byly do vzorce dosazeny z dlouhodobého finančního plánu.

**Tab. č. 16: Stanovení FCFE**

	2009	2010	2011	2012	2013
Čistý zisk	-407 908	753 051	1 962 534	3 314 165	4 824 936
Odpisy	1 068 733	1 111 482	1 155 942	1 202 179	1 250 267
$\Delta \text{ČPK}$	-247 437	-583 473	573 840	1 517 894	1 319 550
Saldo úvěru	-289 319	-140 413	-84 201	-116 372	-102 520
Investice	-864 032	520 828	554 548	591 040	1 221 002
<b>FCFE</b>	<b>1 482 975</b>	<b>1 786 765</b>	<b>1 905 887</b>	<b>2 291 038</b>	<b>3 432 130</b>

Zdroj: vlastní výpočty

V tabulce č. 17 jsou pomocí diskontních faktorů propočteny diskontované volné peněžní toky pro jednotlivé roky.

**Tab. č. 17: Diskontované FCFE**

	2009	2010	2011	2012	2013
FCFE	1 482 975	1 786 765	1 905 887	2 291 038	3 432 130
$R_E$	11,05%	3,25%	3,05%	4,02%	3,75%
Diskontní faktor	0,9005	0,8721	0,8463	0,8136	0,0451
<b>Diskontované FCFE</b>	<b>1 335 378</b>	<b>1 558 313</b>	<b>1 613 033</b>	<b>1 863 993</b>	-
Pokračující hodnota	-				91 478 856

Zdroj: vlastní výpočty

Při stanovení hodnoty podniku v první fázi jsou sečteny jednotlivé diskontované peněžní toky za roky 2009 až 2012. Následně je dle vzorce (2.26) stanovena tzv. pokračující hodnota, což je hodnota podniku za druhou fázi k počátku fáze druhé. Pomocí pokračující hodnoty může být vyčíslena hodnota fáze druhé. Nakonec jsou hodnoty obou fází sečteny a tímto je zjištěna hodnota vlastního kapitálu společnosti.

Výše zmíněný postup i s výsledky je shrnut v následující tabulce:

**Tab. č. 18: Stanovení hodnoty vlastního kapitálu (v tis. Kč)**

Hodnota 1. fáze	6 370 717
Pokračující hodnota	91 478 856
Hodnota 2. fáze	74 427 383
<b>Hodnota vlastního kapitálu</b>	<b>80 798 100</b>

Zdroj: vlastní výpočty

S použitím dvoufázové výnosové metody DCF – Equity byla společnost Třinecké železářny, a .s. oceněna a hodnota jejího vlastního kapitálu tedy činí 80 798 100 tis. Kč.

### 4.3 Ocenění metodou kapitalizovaných zisků

#### *Varianta paušální metody ocenění*

Pro ocenění společnosti pomocí metody kapitalizovaných zisků byla použita nejdříve paušální metoda, která je založena na analýze minulých výsledků hospodaření. Předpokladem této metody je fakt, že nebude ohrožena dlouhodobá existence podniku.

Jako výchozí položka výpočtu slouží výsledek hospodaření před zdaněním. K tomu jsou následně přičteny odpisy, dále jsou odečteny mimořádné výnosy a přičteny mimořádné náklady. Takto je vyčíslen upravený výsledek hospodaření před odpisy.

Další úprava se týká odečtení daně, čímž je získán upravený výsledek hospodaření po zdanění. Postup výpočtu znázorňuje tabulka:

**Tab. č. 19: Výpočet upraveného VH po zdanění**

	31.12.2002	31.12.2003	31.12.2004	31.12.2005	31.12.2006	31.12.2007	31.12.2008
VH před zdaněním	386 601	526 516	3 483 230	2 721 708	3 414 638	4 523 727	1 517 170
Odpisy	814 339	809 154	827 005	861 933	929 921	1 002 827	1 027 628
Výnosy z prodeje dl. maj. a materiálu	236 910	350 542	123 464	161 154	142 140	142 096	131 469
Prodaný dl. maj. a materiál	213 743	325 591	99 935	186 167	113 142	117 391	106 252
Výnosy z prodeje cenných papírů	21 620	30 571	1 652 138	165 602	105 180	79 985	0
Prodané cenné papíry	9 865	27 145	74 332	170 157	11 940	93 048	0
Mimořádné výnosy	142 590	0	0	64 475	0	0	0
Mimořádné náklady	0	0	0	137 425	0	0	0
<i>Upravený VH</i>	<i>1 023 428</i>	<i>1 307 293</i>	<i>2 708 900</i>	<i>3 686 159</i>	<i>4 222 321</i>	<i>5 514 912</i>	<i>2 519 581</i>
Cenový index řetězový	1,018	1,001	1,028	1,019	1,025	1,028	1,063
Cenový index bazický vztažený k r. 2008	0,851	0,852	0,876	0,893	0,915	0,941	1,000
<i>Upravený VH (upravený o inflaci)</i>	<i>1 202 012</i>	<i>1 533 877</i>	<i>3 091 843</i>	<i>4 128 804</i>	<i>4 614 000</i>	<i>5 862 351</i>	<i>2 519 581</i>
Sazba daně z příjmů	31%	31%	28%	26%	24%	24%	21%
<b>Upravený VH po zdanění</b>	<b>829 388</b>	<b>1 058 375</b>	<b>2 226 127</b>	<b>3 055 315</b>	<b>3 506 640</b>	<b>4 455 387</b>	<b>1 990 469</b>

Zdroj: vlastní výpočty

Z časové řady upravených minulých výsledků hospodaření je na základě vzorce (2.33) vypočítán trvalý čistý výnos. Každému roku proto musí být přiřazena váha:

**Tab. č. 20: Vážený výsledek hospodaření**

	31.12.2002	31.12.2003	31.12.2004	31.12.2005	31.12.2006	31.12.2007	31.12.2008
Upravený VH po zdanění	829 388	1 058 375	2 226 127	3 055 315	3 506 640	4 455 387	1 990 469
Váha	1	2	3	4	5	6	7
Vážený upravený VH	829 388	2 116 750	6 678 380	12 221 261	17 533 201	26 732 323	13 933 283

Zdroj: vlastní výpočty

Hodnota kapitálu podniku je dále diskontována náklady vlastního kapitálu roku 2008 a vypočtena tak, že se trvale odnímatelný výnos vydělí náklady kapitálu, tak jak to zobrazuje vzorec (2.34). Konečný výsledek je prezentován v následující tabulce:

**Tab. č. 21: Stanovení hodnoty vlastního kapitálu (v tis. Kč)**

Suma váženého upraveného VH	80 044 587
Suma vah	28
Trvale odnímatelný výnos	2 858 735
R <sub>E</sub>	3,20 %
<b>Hodnota VK</b>	<b>89 335 476</b>

Zdroj: vlastní výpočty

Paušální metodou kapitalizovaných zisků je hodnota vlastního kapitálu společnosti Třinecké železárny, a. s. stanovena ve výši 89 335 476 tis. Kč.

#### *Varianta analytické metody ocenění*

Postup výpočtu hodnoty společnosti touto metodou je shodný s metodou DCF pouze s tím rozdílem, že se očekávaný výnos nekalkuluje z peněžních toků, ale z upravených budoucích výsledků hospodaření. Vstupní data k výpočtu pochází především z dlouhodobého finančního plánu.

Nejdříve je nutné stanovit hodnotu upraveného čistého výnosu a to je provedeno tak, že je plánovaný výsledek hospodaření upraven o položky mimořádného charakteru. Vyčíslení upraveného výnosu po zdanění je uvedeno v následující tabulce.

**Tab. č. 22: Výpočet upraveného výsledku hospodaření**

	2009	2010	2011	2012	2013
VH před zdaněním	-407 908	929 692	2 422 881	4 091 562	5 956 711
Výnosy z prodeje dl. maj. a materiálu	126 868	133 186	139 856	146 900	154 342
Prodaný dl. maj. a materiál	101 494	106 548	111 885	117 520	123 474
Výnosy z prodeje cenných papírů	80 592	80 592	80 592	80 592	80 592
Prodané cenné papíry	35 787	35 787	35 787	35 787	35 787
Mimořádný VH	0	0	0	0	0
Upravený VH	-478 087	858 250	2 350 105	4 017 377	5 881 037
Sazba daně z příjmů	20%	19%	19%	19%	19%
<b>Upravený VH po zdanění</b>	<b>-478 087</b>	<b>695 183</b>	<b>1 903 585</b>	<b>3 254 075</b>	<b>4 763 640</b>

Zdroj: vlastní výpočty

Upravený výsledek hospodaření je následně diskontován náklady vlastního kapitálu a pomocí dvoufázové metody je hodnota podniku stanovena podle vztahu (2.32) takto:

**Tab. č. 23: Stanovení hodnoty vlastního kapitálu**

	2009	2010	2011	2012	2013
Upravený VH	-478 087	695 183	1 903 585	3 254 075	4 763 640
$R_E$	11,05%	3,25%	3,05%	4,02%	3,75%
Diskontní faktor	0,9005	0,8721	0,8463	0,8136	
Diskontovaný upravený VH	-430 504	606 298	1 611 085	2 647 522	
Hodnota 1. fáze	4 434 401				-
Pokračující hodnota	-				126 968 482
Hodnota 2. fáze	-				103 301 815
<b>Hodnota VK</b>	<b>107 736 215</b>				

Zdroj: vlastní výpočty

S použitím analytické varianty patřící do metod kapitalizovaných zisků, byla hodnota vlastního kapitálu společnosti stanovena celkem na 107 736 215 tis. Kč.

#### 4.4 Komparace výsledků

Ocenění společnosti k 1. lednu 2009 bylo provedeno pomocí vybraných výnosových metod, kdy byla zjišťována hodnota vlastního kapitálu společnosti. Konkrétně byla použita metoda DCF – Equity a metoda kapitalizovaných zisků v její paušální i analytické verzi.

Výsledná hodnota podniku se dle použitých metod lišila. Následující tabulka shrnuje výsledky ocenění dle jednotlivě aplikovaných metod.

**Tab. č. 24: Přehled výsledku dle jednotlivých metod (v tis. Kč)**

Metoda		Výsledná hodnota VK
DCF - Equity		80 798 100
Kapitalizované zisky	Paušální metoda	89 335 476
	Analytická metoda	107 736 215
Účetní hodnota VK (k 31.12.2008)		19 214 416

Zdroj: vlastní výpočty; Účetní hodnota VK převzata z rozvahy společnosti

Hodnota vlastního kapitálu společnosti Třinecké železářny, a. s. byla nejprve vypočtena pomocí metody DCF – Equity, která je založena na odhadu budoucích volných peněžních toků plynoucích z podnikatelské činnosti. Pomocí ní byl vlastní kapitál vyčíslen na částku 80 798 100 tis. Kč.

Paušální metoda je založena na analýze minulých výsledků hospodaření, z nichž je odhadnut trvale udržitelný zisk. Hodnota vlastního kapitálu vyjádřená touto metodou je 89 335 476 tis. Kč.

Analytická metoda již kalkuluje s budoucími výsledky hospodaření. Proto je vlastní kapitál oceněn vyšší částkou, než je tomu v případě paušální metody, a to 107 736 215 tis. Kč.

Účetní hodnota vlastního kapitálu byla převzata z rozvahy společnosti ke dni 31. 12. 2008, a dosahuje výše 19 214 416 ti. Kč. Jedná se o nejnižší výši ze všech zjištěných hodnot, neboť účetní data neobsahují tržní ocenění.



## 5 Závěr

Cílem diplomové práce bylo ocenění společnosti Třinecké železářny, a. s. k 1. lednu 2009. K tomuto účelu byly využity výnosové metody ocenění, konkrétně metoda DCF – Equity a metoda kapitalizovaných zisků v obou jejích variantách (paušální i analytická).

Metod stanovení hodnoty podniku existuje jak z teoretického, tak z praktického pohledu celá řada. V podmínkách českých podniků jsou ale stále častěji využívány právě metody diskontovaných peněžních toků a kapitalizovaných zisků.

Samotnému ocenění společnosti předcházela identifikace vztahů mezi okolím podniku (zahrnujícím makrookolí, odvětví a trh jako celek), jejímž smyslem bylo ohodnocení všech faktorů, které mohou v budoucnosti ovlivňovat strategii podniku. Následovalo provedení finanční analýzy, která diagnostikuje finanční hospodaření společnosti. Z provedených analýz lze vyvodit konkrétní závěry, a sice to že finanční situaci společnosti lze považovat za příznivou a hospodářské výsledky minulých let by pro ni měly být zárukou přečkání krizového období.

Hlavním prvkem při oceňování podniku výnosovými metodami je finanční plán, který byl sestaven na období let 2009 až 2013.

Dále se při použití výnosových metod se setkáváme s několika základními úkoly. Prvním je správné vymezení budoucích peněžních toků vhodných pro ocenění, druhým je stanovení nákladu kapitálu, kterým jsou peněžní toky diskontovány, třetím je stanovení hodnoty pomocí metody ocenění.

Výsledná hodnota podniku se dle použitých metod lišila. Na základě dlouhodobého finančního plánu společnosti a použitím dvoufázové metody DCF – Equity byla společnost Třinecké železářny, a. s. oceněna částkou 80 798 100 tis. Kč, přičemž hodnota 1. fáze byla vyčíslena na 6 370 717 tis. Kč a druhá fáze na 74 427 383 tis. Kč. Pomocí paušální metody, která je založena na analýze minulých výsledků hospodaření, byla hodnota vlastního kapitálu společnosti stanovena ve výši 89 335 476 tis. Kč. Poslední použitou metodou, kde vstupní data k výpočtu pochází především z finančního plánu, byla stanovena hodnota vlastního kapitálu společnosti na 107 736 215 tis. Kč. Při porovnání výsledných hodnot s účetní hodnotou vlastního kapitálu, která ke dni 31. 12. 2008 činí 19 214 416 tis. Kč, je patrné, že je hodnota společnosti Třinecké železářny, a. s. podhodnocena.

## Seznam použité literatury

### a) Knižní publikace

- [1] BREALEY, R. A.; MYERS, S. C. *Teorie a praxe firemních financí*. Přel. Z. Strnad aj. 1. vyd. Praha: Computer Press, 2000. 1064 s. ISBN 80-7226-189-4.
- [2] DLUHOŠOVÁ, D. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 1. vyd. Praha: Ekopress, s. r. o., 2006. 191 s. ISBN 80-86119-58-0.
- [3] GRŮNWALD, R.; HOLEČKOVÁ, J. *Finanční analýza a plánování podniku*. 2. vyd. Praha: Oeconomica, 2004. 197 s. ISBN 80-245-0684-X.
- [4] KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*. 2. přeprac. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001. 362 s. ISBN 80-7179-529-1.
- [5] MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress, s. r. o., 2007. 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.
- [6] MAŘÍK, M.; MAŘÍKOVÁ, P. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2001. 70 s. ISBN 80-86119-39-X.
- [7] VALACH, J. a kol. *Finanční řízení podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 1999. 324 s. ISBN 80-86119-21-1.
- [8] ZMEŠKAL, Z. a kol. *Finanční modely*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2004. 236 s. ISBN 80-86119-87-4.
- [9] Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník.

### b) Internetové zdroje

- [1] Česká národní banka [online]. 2010 [cit. 30. března 2010]. Dostupné z WWW: <[http://www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/mp\\_nastroje/#mp\\_nastroje](http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_nastroje/#mp_nastroje)>.
- [2] Česká národní banka [online]. 2010 [cit. 30. března 2010]. Dostupné z WWW: <[http://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY\\_PKG.VYSTUP?p\\_period=1&p\\_sort=2&p\\_des=50&p\\_sestuid=1603&p\\_uka=1%2C2%2C3%2C4%2C5%2C6%2C7&p\\_strid=EBA&p\\_od=200201&p\\_do=200912&p\\_lang=CS&p\\_format=0&p\\_decsep=%2C](http://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.VYSTUP?p_period=1&p_sort=2&p_des=50&p_sestuid=1603&p_uka=1%2C2%2C3%2C4%2C5%2C6%2C7&p_strid=EBA&p_od=200201&p_do=200912&p_lang=CS&p_format=0&p_decsep=%2C)>.
- [3] Český statistický úřad [online]. 2010 [cit. 29. března 2010]. Dostupné z WWW: <[http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/cr:\\_makroekonomicke\\_udaje/\\$File/HLM AKRO.xls](http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/cr:_makroekonomicke_udaje/$File/HLM AKRO.xls)>.

- [4] Hutnictví železa, a. s. [online]. 2010 [cit. 27. března 2010]. Dostupné z WWW: <<http://www.hz.cz/cz/ocelarsky-prumysl-v-cr>>.
- [5] Ministerstvo průmyslu a obchodu [online]. 2010 [cit. 27. března 2010]. Dostupné z WWW: <<http://www.mpo.cz/dokument65939.html>>.
- [6] Třinecké železářny, a. s. [online]. 2010 [cit. 4. března 2010]. Dostupné z WWW: <<http://www.trz.cz/>>.

## Seznam zkratek a symbolů

$\Delta \text{ČPK}$	změna čistého pracovního kapitálu
A	aktiva
a. s.	akciová společnost
APM	arbitrážní model oceňování
APV	upravená současná hodnota
BU	bankovní úvěry
C	kapitál vázaný v aktivech
CAPM	model oceňování kapitálových aktiv
CZK	měna České republiky
ČNB	Česká národní banka
ČPK	čistý pracovní kapitál
ČR	Česká republika
ČV	upravený čistý výnos
d	sazba daně z příjmů právnických osob
D	úročený cizí kapitál
DCF	diskontované peněžní toky
DDM	dividendový diskontní model
DIV	dividenda
E	vlastní kapitál
$E(R_E)$	očekávaný výnos vlastního kapitálu
$E(R_j)$	očekávaný výnos j-tého faktoru
$E(R_M)$	očekávaný výnos tržního portfolia
EAT	výsledek hospodaření po zdanění
EBIT	výsledek hospodaření před daněmi a úroky
EUR	měna eurozóny
EVA	ekonomická přidaná hodnota
FCF	volné peněžní toky
FCFD	volné peněžní toky pro věřitele
FCFE	volné peněžní toky pro vlastníky
$FCFE_U$	volný peněžní tok pro vlastníky nezadlužené firmy
FCFF	volné peněžní toky pro vlastníky i věřitele
fin.	finanční

g	konstantní tempo růstu
HDP	hrubý domácí produkt
i	úroková míra
IČ	identifikační číslo
INV	investice
Kč	koruna česká
kr.	krátkodobý
maj.	majetek
mil.	milion
mld.	miliarda
NOPAT	provozní zisk po zdanění
OA	oběžná aktiva
OBL	obligace
PH	pokračující hodnota
pohl.	pohledávky
q	váha určující význam ukazatele
$R_A$	náklady celkového kapitálu
$R_D$	náklady na úročený cizí kapitál
$R_E$	náklady vlastního kapitálu
$R_F$	bezriziková sazba
$R_{\text{finstab}}$	riziková přírážka za riziko vyplývající z finanční stability
$R_{LA}$	riziková přírážka za velikost podniku
ROA	rentabilita aktiv
ROE	rentabilita vlastního kapitálu
ROS	rentabilita tržeb
$R_{\text{podnikatelské}}$	riziková přírážka za obchodní podnikatelské riziko
$R_U$	náklady celkového kapitálu nezadlužené společnosti
S	saldo úvěru
$S_b$	substanční hodnota brutto
$S_n$	substanční hodnota netto
spol. s r. o.	společnost s ručením omezeným
t	čas
TS	daňový štít
Ú	nákladové úroky

USA	Spojené státy americké
USD	americký dolar
UVH	upravený výsledek hospodaření
UZ	úplatné cizí zdroje
V	hodnota podniku
$V_1$	hodnota podniku za první fázi
$V_2$	hodnota podniku za druhou fázi
VK	vlastní kapitál
WACC	náklady celkového kapitálu
$WACC_U$	náklady celkového kapitálu nezádlužené firmy
$w_i$	váha
XL	průměrná hodnota celkové likvidity v odvětví průmyslu
záv.	závazky
$\beta_E$	koeficient citlivosti dodatečného výnosu vlastního kapitálu na dodatečný výnos tržního portfolia
$\beta_{Ej}$	koeficient citlivosti dodatečného výnosu vlastního kapitálu na dodatečný výnos j-tého faktoru

## Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Prohlašuji, že

- jsem byl(a) seznámen(a) s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, diplomovou práci užít (§ 35 odst. 3);
- souhlasím s tím, že jeden výtisk diplomové práce bude uložen v Ústřední knihovně VŠB-TUO k prezenčnímu nahlédnutí a jeden výtisk bude uložen u vedoucího diplomové (bakalářské) práce. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o diplomové (bakalářské) práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo, diplomovou práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne .....

.....  
jméno a příjmení studenta

Adresa trvalého pobytu studenta:

.....

## Seznam příloh

- Příloha č. 1    Rozvaha společnosti Třinecké železářny, a. s. za roky 2002 – 2008  
                    (v tis. Kč)
- Příloha č. 2    Výkaz zisků a ztrát společnosti Třinecké železářny, a. s. za roky  
                    2002 – 2008 (v tis. Kč)
- Příloha č. 3    Horizontální analýza rozvahy
- Příloha č. 4    Horizontální analýza výkazu zisků a ztrát
- Příloha č. 5    Vertikální analýza rozvahy
- Příloha č. 6    Vertikální analýza výkazu zisků a ztrát
- Příloha č. 7    Plánovaná rozvaha na období 2009 – 2013 (v tis. Kč)
- Příloha č. 8    Plánovaný výkaz zisků a ztrát na období 2009 – 2013 (v tis. Kč)



*Příloha č. 1 Rozvaha společnosti Třinecké železářny, a. s. za roky 2002 – 2008 (v tis. Kč)*

		31.12.2002	31.12.2003	31.12.2004	31.12.2005	31.12.2006	31.12.2007	31.12.2008
	<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>17 671 137</b>	<b>18 394 882</b>	<b>19 511 136</b>	<b>21 494 904</b>	<b>22 899 029</b>	<b>24 342 994</b>	<b>24 723 579</b>
<b>B.</b>	<b>Dlouhodobý majetek</b>	<b>11 171 002</b>	<b>11 991 122</b>	<b>11 950 939</b>	<b>12 694 668</b>	<b>12 831 432</b>	<b>12 942 741</b>	<b>13 987 821</b>
I.	<i>Dlouhodobý nehmotný majetek</i>	<i>26 182</i>	<i>26 295</i>	<i>25 270</i>	<i>186 399</i>	<i>79 718</i>	<i>26 690</i>	<i>25 403</i>
2.	Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje	0	0	0	0	0	0	4 325
3.	Software	23 402	23 978	23 119	29 668	39 096	24 586	18 781
4.	Ocenitelná práva	898	436	269	182	442	1 346	1 017
6.	Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	136 930	39 993	0	0
7.	Nedokončený dl. nehm. majetek	1 882	1 881	1 882	19 619	187	758	1 280
II.	<i>Dlouhodobý hmotný majetek</i>	<i>8 260 350</i>	<i>8 490 644</i>	<i>8 808 627</i>	<i>9 255 867</i>	<i>9 499 815</i>	<i>9 272 114</i>	<i>9 211 736</i>
1.	Pozemky	392 678	322 866	322 416	321 557	320 744	320 162	319 843
2.	Stavby	2 733 087	2 607 310	2 550 278	2 548 020	2 615 859	2 649 365	2 550 480
3.	Samost. mov. věci a soubory mov. věcí	5 000 094	5 185 745	5 377 800	5 937 948	5 705 817	5 718 850	5 842 687
6.	Jiný dlouhodobý hmotný majetek	1 390	1 540	1 788	1 757	1 736	1 736	1 679
7.	Nedokončený dl. hmotný majetek	107 669	309 628	496 313	408 001	758 139	468 787	459 096
8.	Poskytnuté zálohy na dl. hm. majetek	25 432	63 555	60 032	38 584	97 520	113 214	37 951
III.	<i>Dlouhodobý finanční majetek</i>	<i>2 884 470</i>	<i>3 474 183</i>	<i>3 117 042</i>	<i>3 252 402</i>	<i>3 251 899</i>	<i>3 643 937</i>	<i>4 750 682</i>
1.	Podíly v ovládaných a řízených osobách	2 617 767	2 697 839	2 980 568	3 121 003	3 121 507	3 511 328	4 620 465
2.	Podíly v účet. jedn. pod podst. vlivem	108 546	111 519	108 659	109 545	109 671	110 384	109 830
3.	Ostatní dl. cenné papíry a podíly	134 457	640 521	4 966	100	100	100	100
5.	Jiný dlouhodobý finanční majetek	23 700	24 304	22 849	21 754	20 621	19 965	20 198
6.	Požizovaný dl. finanční majetek	0	0	0	0	0	2 160	89
<b>C.</b>	<b>Oběžná aktiva</b>	<b>6 440 851</b>	<b>6 278 251</b>	<b>7 457 182</b>	<b>8 711 877</b>	<b>9 980 286</b>	<b>11 278 133</b>	<b>10 648 336</b>
I.	<i>Zásoby</i>	<i>2 906 163</i>	<i>3 253 077</i>	<i>3 895 931</i>	<i>4 402 554</i>	<i>5 029 520</i>	<i>5 211 853</i>	<i>6 007 031</i>
1.	Materiál	1 319 404	1 609 251	2 165 663	1 808 965	2 317 534	2 126 063	2 878 380
2.	Nedokončená výroba a polotovary	1 041 026	1 094 049	1 116 811	1 641 544	1 707 455	1 882 507	2 108 015
3.	Výrobky	532 098	547 279	606 470	951 350	1 004 180	1 196 165	1 012 664
5.	Zboží	648	1 303	106	180	183	7 093	2 552
6.	Poskytnuté zálohy na zásoby	12 987	1 195	6 881	515	168	25	5 420
II.	<i>Dlouhodobé pohledávky</i>	<i>258 330</i>	<i>336 249</i>	<i>261 150</i>	<i>102 557</i>	<i>7 540</i>	<i>2 549</i>	<i>3 656</i>
1.	Pohledávky z obchodních vztahů	8 110	8 239	316	0	0	0	0
2.	Pohledávky - ovládající a řídící osoba	9 560	4 620	10 000	0	0	0	0
5.	Dlouhodobé poskytnuté zálohy	595	590	624	646	660	635	635
7.	Jiné pohledávky	240 065	322 800	250 210	101 911	6 880	1 914	3 021
III.	<i>Krátkodobé pohledávky</i>	<i>3 176 278</i>	<i>2 370 989</i>	<i>2 555 127</i>	<i>2 848 497</i>	<i>2 997 891</i>	<i>2 864 663</i>	<i>2 487 163</i>
1.	Pohledávky z obchodních vztahů	2 971 835	2 207 419	2 331 744	2 572 271	2 829 179	2 789 726	2 150 800
2.	Pohledávky - ovládající a řídící osoba	4 940	4 940	9 646	15 314	0	0	0
3.	Pohledávky - podstatný vliv	5 982	0	0	0	0	0	0
6.	Stát - daňové pohledávky	719	3 823	51 220	57 644	58 731	0	213 411
7.	Krátkodobé poskytnuté zálohy	51 666	50 416	32 258	15 241	6 669	60 405	59 146
8.	Dohadné účty aktivní	1 891	6 759	24 080	3 308	7 363	2 321	4 525
9.	Jiné pohledávky	139 245	97 632	106 179	184 719	95 949	12 211	59 281
IV.	<i>Krátkodobý finanční majetek</i>	<i>100 080</i>	<i>317 936</i>	<i>744 974</i>	<i>1 358 269</i>	<i>1 945 335</i>	<i>3 199 068</i>	<i>2 150 486</i>
1.	Peníze	1 063	1 337	1 179	1 213	1 216	1 483	1 016
2.	Účty v bankách	99 017	56 179	690 845	637 349	1 282 581	956 866	36 998
3.	Krátkodobé cenné papíry a podíly	0	260 420	52 950	719 707	661 538	2 240 719	2 112 472
<b>D.</b>	<b>Časové rozlišení</b>	<b>59 284</b>	<b>125 509</b>	<b>103 015</b>	<b>88 359</b>	<b>87 311</b>	<b>122 120</b>	<b>87 422</b>
1.	Náklady příštích období	33 490	85 429	67 662	47 415	36 962	91 516	72 381
2.	Komplexní náklady příštích období	19 196	38 834	27 036	40 491	50 044	30 399	14 356
3.	Příjmy příštích období	6 598	1 246	8 317	453	305	205	685

		31.12.2002	31.12.2003	31.12.2004	31.12.2005	31.12.2006	31.12.2007	31.12.2008
	<b>PASIVA CELKEM</b>	<b>17 671 137</b>	<b>18 394 882</b>	<b>19 511 136</b>	<b>21 494 904</b>	<b>22 899 029</b>	<b>24 342 994</b>	<b>24 723 579</b>
A.	<b>Vlastní kapitál</b>	<b>10 351 540</b>	<b>11 264 224</b>	<b>13 029 565</b>	<b>14 537 573</b>	<b>16 404 427</b>	<b>18 009 959</b>	<b>19 214 416</b>
I.	<i>Základní kapitál</i>	<i>8 083 118</i>	<i>8 109 863</i>	<i>8 109 863</i>	<i>8 109 863</i>	<i>8 109 863</i>	<i>8 109 863</i>	<i>8 109 863</i>
1.	Základní kapitál	8 109 863	8 109 863	8 109 863	8 109 863	8 109 863	8 109 863	8 109 863
2.	Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly	-26 745	0	0	0	0	0	0
II.	<i>Kapitálové fondy</i>	<i>131 863</i>	<i>505 557</i>	<i>72 352</i>	<i>86 338</i>	<i>86 323</i>	<i>86 323</i>	<i>86 360</i>
2.	Ostatní kapitálové fondy	86 372	86 375	86 376	86 376	86 376	86 376	86 376
3.	Oceňovací rozdíly z přecenění maj. a záv.	45 491	419 182	-14 024	-38	-53	-53	-16
III.	<i>Rez. fondy, neděl. fond a ost. fondy ze zisku</i>	<i>1 827 389</i>	<i>2 130 634</i>	<i>2 154 083</i>	<i>2 276 603</i>	<i>2 373 707</i>	<i>2 507 799</i>	<i>2 689 454</i>
1.	Zákonný rezervní fond/Nedělitelný fond	142 559	131 272	157 180	285 927	389 324	523 531	705 187
2.	Statutární a ostatní fondy	1 684 830	1 999 362	1 996 903	1 990 676	1 984 383	1 984 268	1 984 267
IV.	<i>Výsledek hospodaření minulých let</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>118 337</i>	<i>1 996 830</i>	<i>3 150 386</i>	<i>3 672 860</i>	<i>7 124 319</i>
1.	Nerozdělený zisk minulých let	0	0	118 337	1 996 830	3 150 386	3 672 860	7 124 319
V.	<i>VH běžného účetního období( +/-)</i>	<i>309 170</i>	<i>518 170</i>	<i>2 574 930</i>	<i>2 067 939</i>	<i>2 684 148</i>	<i>3 633 114</i>	<i>1 204 420</i>
B.	<b>Cizí zdroje</b>	<b>7 290 066</b>	<b>7 117 583</b>	<b>6 468 994</b>	<b>6 937 405</b>	<b>6 481 395</b>	<b>6 318 625</b>	<b>5 501 184</b>
I.	<i>Rezervy</i>	<i>970 661</i>	<i>746 296</i>	<i>1 008 280</i>	<i>668 488</i>	<i>479 084</i>	<i>536 057</i>	<i>402 364</i>
1.	Rezervy podle zvláštních právních předpisů	870 115	588 059	682 526	530 849	236 721	91 898	46 657
4.	Ostatní rezervy	100 546	158 237	325 754	137 639	242 363	444 159	355 707
II.	<i>Dlouhodobé závazky</i>	<i>1 613 381</i>	<i>1 849 797</i>	<i>1 024 267</i>	<i>876 316</i>	<i>718 350</i>	<i>619 590</i>	<i>525 520</i>
1.	Závazky z obchodních vztahů	0	0	0	11 562	6 096	25 015	11 570
5.	Dlouhodobé přijaté zálohy	0	0	0	0	0	369	1 361
6.	Vydané dluhopisy	1 000 000	1 000 000	0	0	0	0	0
7.	Dlouhodobé směnky k úhradě	0	129 620	91 395	58 010	27 495	0	0
9.	Jiné závazky	70 815	84 216	27 766	3 390	706	0	1 000
10.	Odložený daňový závazek	542 566	635 961	494 910	653 214	684 053	594 206	511 589
11.	Stát - Daňové závazky a dotace	0	0	410 196	150 140	0	0	0
III.	<i>Krátkodobé závazky</i>	<i>1 763 957</i>	<i>2 186 178</i>	<i>2 612 707</i>	<i>3 139 217</i>	<i>3 178 657</i>	<i>3 697 964</i>	<i>3 553 115</i>
1.	Závazky z obchodních vztahů	1 233 092	1 576 740	1 148 819	2 280 889	2 230 819	2 753 379	3 108 662
4.	Záv. ke společník., čl. družstva a k účast. sdružení	19 244	0	2 267	22 761	8 295	16 346	13 451
5.	Závazky k zaměstnancům	112 478	134 242	159 152	176 624	202 545	234 473	271 852
6.	Záv. ze sociálního zabezp. a zdravotního poj.	56 719	64 375	79 971	82 566	89 490	94 761	77 206
7.	Stát - Daňové závazky a dotace	102 086	90 300	1 097 644	458 572	544 083	436 666	27 134
8.	Krátkodobé přijaté zálohy	14 428	17	0	18	6 000	0	0
9.	Vydané dluhopisy	62 125	62 125	0	0	0	0	0
10.	Dohadné účty pasivní	44 629	72 473	41 173	82 079	83 391	145 855	43 592
11.	Jiné závazky	119 156	185 906	83 681	35 708	14 034	16 484	11 218
IV.	<i>Bankovní úvěry a výpomoci</i>	<i>2 942 067</i>	<i>2 335 312</i>	<i>1 823 740</i>	<i>2 253 384</i>	<i>2 105 304</i>	<i>1 465 014</i>	<i>1 020 185</i>
1.	Bankovní úvěry dlouhodobé	1 661 304	1 400 034	1 383 220	1 677 150	1 496 044	1 021 975	589 023
2.	Krátkodobé bankovní úvěry	1 280 763	935 278	440 520	576 234	609 260	443 039	431 162
C.	<b>Časové rozlišení</b>	<b>29 531</b>	<b>13 075</b>	<b>12 577</b>	<b>19 926</b>	<b>13 207</b>	<b>14 410</b>	<b>7 979</b>
1.	Výdaje příštích období	29 531	11 619	11 148	19 219	13 177	14 379	7 979
2.	Výnosy příštích období	0	1 456	1 429	707	30	31	0

Příloha č. 2 Výkaz zisků a ztrát společnosti Třinecké železárny, a.s. za roky 2002 – 2008 (v tis. Kč)

		31.12.2002	31.12.2003	31.12.2004	31.12.2005	31.12.2006	31.12.2007	31.12.2008
I.	Tržby za prodej zboží	1 060	1 968	972	665	781	5 969	10 217
A.	Náklady vynaložené na prodané zboží	1 025	1 946	1 208	612	744	5 651	9 944
+	Obchodní marže	35	22	-236	53	37	318	273
II.	Výkony	21 582 725	21 401 742	29 711 821	32 327 364	32 361 040	36 146 844	38 241 802
1.	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	21 270 652	21 032 043	29 274 579	30 826 423	31 674 668	35 546 658	37 084 851
2.	Změna stavu zásob vlastní činnosti	-106 520	-41 587	82 669	1 022 169	268 973	183 606	762 064
3.	Aktivace	418 593	411 286	354 573	478 772	417 399	416 580	394 887
B.	Výkonová spotřeba	17 864 818	17 952 895	24 434 866	26 784 689	26 130 491	28 180 333	32 303 284
1.	Spotřeba materiálu a energie	15 708 403	15 666 834	22 090 343	24 048 266	23 463 163	25 707 575	29 609 889
2.	Služby	2 156 415	2 286 061	2 344 523	2 736 423	2 667 328	2 472 758	2 693 395
+	Přidaná hodnota	3 717 942	3 448 869	5 276 719	5 542 728	6 230 586	7 966 829	5 938 791
C.	Osobní náklady	2 122 263	2 074 552	2 217 206	2 310 511	2 330 356	2 638 118	2 685 883
1.	Mzdové náklady	1 507 769	1 472 814	1 552 237	1 621 023	1 634 871	1 771 934	1 828 737
2.	Odměny členům orgánů spol. a družstva	9 000	13 000	18 066	18 768	18 672	18 864	18 528
3.	Náklady na soc. zabezp. a zdrav. poj.	548 388	534 198	564 417	589 864	595 798	649 159	633 507
4.	Sociální náklady	57 106	54 540	82 486	80 856	81 015	198 161	205 111
D.	Daně a poplatky	17 677	48 978	16 633	15 651	14 611	14 864	14 323
E.	Odpisy dl. nehm. a hmotného majetku	814 339	809 154	827 005	861 933	929 921	1 002 827	1 027 628
III.	Tržby z prodeje dl. majetku a materiálu	236 910	350 542	123 464	161 154	142 140	142 096	131 469
1.	Tržby z prodeje dl. majetku	83 585	248 845	27 499	45 836	30 605	22 959	32 210
2.	Tržby z prodeje materiálu	153 325	101 697	95 965	115 318	111 535	119 137	99 259
F.	Zůstatková cena prodaného dl. majetku a materiálu	213 743	325 591	99 935	186 167	113 142	117 391	106 252
1.	Zůstatková cena prodaného dl. majetku	70 646	232 253	16 155	80 819	14 651	11 395	18 622
2.	Prodaný materiál	143 097	93 338	83 780	105 348	98 491	105 996	87 630
G.	Změna stavu rezerv a opr. pol. v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	153 647	-299 393	349 979	-191 459	-386 836	-142 965	654 125
IV.	Ostatní provozní výnosy	122 705	693 911	392 476	1 735 287	1 975 035	196 120	1 582 719
H.	Ostatní provozní náklady	229 128	829 940	524 562	1 813 559	2 351 915	302 758	1 787 639
*	<b>Provozní výsledek hospodaření</b>	<b>526 760</b>	<b>704 500</b>	<b>1 757 339</b>	<b>2 442 807</b>	<b>2 994 652</b>	<b>4 372 052</b>	<b>1 377 129</b>
VI.	Tržby z prodeje CP a podílů	21 620	30 571	1 652 138	165 602	105 180	79 985	0
J.	Prodané cenné papíry a podíly	9 865	27 145	74 332	170 157	11 940	93 048	0
VII.	Výnosy z dl. finančního majetku	20 210	32 052	175 175	396 374	341 785	196 567	159 415
	Výnosy z podílů v ovládaných a řízených osobách a v účet. jedn. pod podstatným vlivem	16 167	31 467	174 793	396 001	341 266	195 798	158 620
1.	Výnosy z ostatních dl. cenných papírů	3 496	0	0	0	0	0	0
3.	Výnosy z ostatního dl. finančního majetku	547	585	382	373	519	769	795
IX.	Výnosy z přecenění CP a derivátů	0	0	0	21	61	309	983
M.	Změna stavu rezerv a opr. pol. ve finanční oblasti	-171 927	-57 822	-29 109	17 772	-17 879	-11 658	-51 099
X.	Výnosové úroky	12 977	20 299	20 960	22 044	38 758	44 277	64 600
N.	Nákladové úroky	323 400	250 684	144 077	100 821	112 665	96 330	68 922
XI.	Ostatní finanční výnosy	76 285	48 113	115 706	165 243	122 512	92 828	117 261
O.	Ostatní finanční náklady	252 503	88 912	48 788	108 683	81 584	84 571	184 395
*	<b>Finanční výsledek hospodaření</b>	<b>-282 749</b>	<b>-177 984</b>	<b>1 725 891</b>	<b>351 851</b>	<b>419 986</b>	<b>151 675</b>	<b>140 041</b>
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost	77 431	8 346	908 300	653 769	730 490	890 613	312 750
1.	- splatná	195	47 324	912 549	499 882	699 646	980 461	395 380
2.	- odložená	77 236	-38 978	-4 249	153 887	30 844	-89 848	-82 630
**	<b>Výsledek hosp. za běžnou činnost</b>	<b>166 580</b>	<b>518 170</b>	<b>2 574 930</b>	<b>2 140 889</b>	<b>2 684 148</b>	<b>3 633 114</b>	<b>1 204 420</b>
XIII.	Mimořádné výnosy	142 590	0	0	64 475	0	0	0
R.	Mimořádné náklady	0	0	0	137 425	0	0	0
*	<b>Mimořádný výsledek hospodaření</b>	<b>142 590</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-72 950</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
***	<b>Výsledek hosp. za úč. období (+/-)</b>	<b>309 170</b>	<b>518 170</b>	<b>2 574 930</b>	<b>2 067 939</b>	<b>2 684 148</b>	<b>3 633 114</b>	<b>1 204 420</b>
****	<b>Výsledek hosp. před zdaněním</b>	<b>386 601</b>	<b>526 516</b>	<b>3 483 230</b>	<b>2 721 708</b>	<b>3 414 638</b>	<b>4 523 727</b>	<b>1 517 170</b>

*Příloha č. 3 Horizontální analýza rozvahy*

		2003-2002	2004-2003	2005-2004	2006-2005	2007-2006	2008-2007
	<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>4,10%</b>	<b>6,07%</b>	<b>10,17%</b>	<b>6,53%</b>	<b>6,31%</b>	<b>1,56%</b>
<b>B.</b>	<b>Dlouhodobý majetek</b>	<b>7,34%</b>	<b>-0,34%</b>	<b>6,22%</b>	<b>1,08%</b>	<b>0,87%</b>	<b>8,07%</b>
I.	<i>Dlouhodobý nehmotný majetek</i>	<i>0,43%</i>	<i>-3,90%</i>	<i>637,63%</i>	<i>-57,23%</i>	<i>-66,52%</i>	<i>-4,82%</i>
2.	Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
3.	Software	2,46%	-3,58%	28,33%	31,78%	-37,11%	-23,61%
4.	Ocenitelná práva	-51,45%	-38,30%	-32,34%	142,86%	204,52%	-24,44%
6.	Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	0,00%	0,00%	0,00%	-70,79%	-100,00%	0,00%
7.	Nedokončený dl. nehm. majetek	-0,05%	0,05%	942,45%	-99,05%	305,35%	68,87%
II.	<i>Dlouhodobý hmotný majetek</i>	<i>2,79%</i>	<i>3,75%</i>	<i>5,08%</i>	<i>2,64%</i>	<i>-2,40%</i>	<i>-0,65%</i>
1.	Pozemky	-17,78%	-0,14%	-0,27%	-0,25%	-0,18%	-0,10%
2.	Stavby	-4,60%	-2,19%	-0,09%	2,66%	1,28%	-3,73%
3.	Samost. mov. věci a soubory mov. věcí	3,71%	3,70%	10,42%	-3,91%	0,23%	2,17%
6.	Jiný dlouhodobý hmotný majetek	10,79%	16,10%	-1,73%	-1,20%	0,00%	-3,28%
7.	Nedokončený dl. hmotný majetek	187,57%	60,29%	-17,79%	85,82%	-38,17%	-2,07%
8.	Poskytnuté zálohy na dl. hm. majetek	149,90%	-5,54%	-35,73%	152,75%	16,09%	-66,48%
III.	<i>Dlouhodobý finanční majetek</i>	<i>20,44%</i>	<i>-10,28%</i>	<i>4,34%</i>	<i>-0,02%</i>	<i>12,06%</i>	<i>30,37%</i>
1.	Podíly v ovládaných a řízených osobách	3,06%	10,48%	4,71%	0,02%	12,49%	31,59%
2.	Podíly v účet. jedn. pod podst. vlivem	2,74%	-2,56%	0,82%	0,12%	0,65%	-0,50%
3.	Ostatní dl. cenné papíry a podíly	376,38%	-99,22%	-97,99%	0,00%	0,00%	0,00%
5.	Jiný dlouhodobý finanční majetek	2,55%	-5,99%	-4,79%	-5,21%	-3,18%	1,17%
6.	Pořizovaný dl. finanční majetek	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	-95,88%
<b>C.</b>	<b>Oběžná aktiva</b>	<b>-2,52%</b>	<b>18,78%</b>	<b>16,83%</b>	<b>14,56%</b>	<b>13,00%</b>	<b>-5,58%</b>
I.	<i>Zásoby</i>	<i>11,94%</i>	<i>19,76%</i>	<i>13,00%</i>	<i>14,24%</i>	<i>3,63%</i>	<i>15,26%</i>
1.	Materiál	21,97%	34,58%	-16,47%	28,11%	-8,26%	35,39%
2.	Nedokončená výroba a polotovary	5,09%	2,08%	46,98%	4,02%	10,25%	11,98%
3.	Výrobky	2,85%	10,82%	56,87%	5,55%	19,12%	-15,34%
5.	Zboží	101,08%	-91,86%	69,81%	1,67%	3775,96%	-64,02%
6.	Poskytnuté zálohy na zásoby	-90,80%	475,82%	-92,52%	-67,38%	-85,12%	21580,00%
II.	<i>Dlouhodobé pohledávky</i>	<i>30,16%</i>	<i>-22,33%</i>	<i>-60,73%</i>	<i>-92,65%</i>	<i>-66,19%</i>	<i>43,43%</i>
1.	Pohledávky z obchodních vztahů	1,59%	-96,16%	-100,00%	0,00%	0,00%	0,00%
2.	Pohledávky - ovládající a řídící osoba	-51,67%	116,45%	-100,00%	0,00%	0,00%	0,00%
5.	Dlouhodobé poskytnuté zálohy	-0,84%	5,76%	3,53%	2,17%	-3,79%	0,00%
7.	Jiné pohledávky	34,46%	-22,49%	-59,27%	-93,25%	-72,18%	57,84%
III.	<i>Krátkodobé pohledávky</i>	<i>-25,35%</i>	<i>7,77%</i>	<i>11,48%</i>	<i>5,24%</i>	<i>-4,44%</i>	<i>-13,18%</i>
1.	Pohledávky z obchodních vztahů	-25,72%	5,63%	10,32%	9,99%	-1,39%	-22,90%
2.	Pohledávky - ovládající a řídící osoba	0,00%	95,26%	58,76%	-100,00%	0,00%	0,00%
3.	Pohledávky - podstatný vliv	-100,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
6.	Stát - daňové pohledávky	431,71%	1239,79%	12,54%	1,89%	-100,00%	0,00%
7.	Krátkodobé poskytnuté zálohy	-2,42%	-36,02%	-52,75%	-56,24%	805,76%	-2,08%
8.	Dohadné účty aktivní	257,43%	256,27%	-86,26%	122,58%	-68,48%	94,96%
9.	Jiné pohledávky	-29,88%	8,75%	73,97%	-48,06%	-87,27%	385,47%
IV.	<i>Krátkodobý finanční majetek</i>	<i>217,68%</i>	<i>134,32%</i>	<i>82,32%</i>	<i>43,22%</i>	<i>64,45%</i>	<i>-32,78%</i>
1.	Peníze	25,78%	-11,82%	2,88%	0,25%	21,96%	-31,49%
2.	Účty v bankách	-43,26%	1129,72%	-7,74%	101,24%	-25,40%	-96,13%
3.	Krátkodobé cenné papíry a podíly	0,00%	-79,67%	1259,22%	-8,08%	238,71%	-5,72%
<b>D.</b>	<b>Časové rozlišení</b>	<b>111,71%</b>	<b>-17,92%</b>	<b>-14,23%</b>	<b>-1,19%</b>	<b>39,87%</b>	<b>-28,41%</b>
1.	Náklady příštích období	155,09%	-20,80%	-29,92%	-22,05%	147,59%	-20,91%
2.	Komplexní náklady příštích období	102,30%	-30,38%	49,77%	23,59%	-39,26%	-52,77%
3.	Příjmy příštích období	-81,12%	567,50%	-94,55%	-32,67%	-32,79%	234,15%

		2003-2002	2004-2003	2005-2004	2006-2005	2007-2006	2008-2007
	<b>PASIVA CELKEM</b>	<b>4,10%</b>	<b>6,07%</b>	<b>10,17%</b>	<b>6,53%</b>	<b>6,31%</b>	<b>1,56%</b>
A.	Vlastní kapitál	8,82%	15,67%	11,57%	12,84%	9,79%	6,69%
I.	<i>Základní kapitál</i>	0,33%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
1.	Základní kapitál	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
2.	Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly	-100,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
II.	<i>Kapitálové fondy</i>	283,40%	-85,69%	19,33%	-0,02%	0,00%	0,04%
2.	Ostatní kapitálové fondy	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
3.	Oceňovací rozdíly z přecenění maj. a záv. <i>Rez. fondy, neděl. fond a ost. fondy ze zisku</i>	821,46%	-103,35%	-99,73%	39,47%	0,00%	-69,81%
III.		16,59%	1,10%	5,69%	4,27%	5,65%	7,24%
1.	Zákonný rezervní fond/Nedělitelný fond	-7,92%	19,74%	81,91%	36,16%	34,47%	34,70%
2.	Statutární a ostatní fondy	18,67%	-0,12%	-0,31%	-0,32%	-0,01%	0,00%
IV.	<i>Výsledek hospodaření minulých let</i>	0,00%	0,00%	1587,41%	57,77%	16,58%	93,97%
1.	Nerozdělený zisk minulých let	0,00%	0,00%	1587,41%	57,77%	16,58%	93,97%
V.	<i>VH běžného účetního období ( +/- )</i>	67,60%	396,93%	-19,69%	29,80%	35,35%	-66,85%
B.	Cizí zdroje	-2,37%	-9,11%	7,24%	-6,57%	-2,51%	-12,94%
I.	<i>Rezervy</i>	-23,11%	35,10%	-33,70%	-28,33%	11,89%	-24,94%
1.	Rezervy podle zvláštních právních předpisů	-32,42%	16,06%	-22,22%	-55,41%	-61,18%	-49,23%
4.	Ostatní rezervy	57,38%	105,86%	-57,75%	76,09%	83,26%	-19,91%
II.	<i>Dlouhodobé závazky</i>	14,65%	-44,63%	-14,44%	-18,03%	-13,75%	-15,18%
1.	Závazky z obchodních vztahů	0,00%	0,00%	0,00%	-47,28%	310,35%	-53,75%
5.	Dlouhodobé přijaté zálohy	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	268,83%
6.	Vydané dluhopisy	0,00%	-100,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
7.	Dlouhodobé směnky k úhradě	0,00%	-29,49%	-36,53%	-52,60%	-100,00%	0,00%
9.	Jiné závazky	18,92%	-67,03%	-87,79%	-79,17%	-100,00%	0,00%
10.	Odložený daňový závazek	17,21%	-22,18%	31,99%	4,72%	-13,13%	-13,90%
11.	Stát - Daňové závazky a dotace	0,00%	0,00%	-63,40%	-100,00%	0,00%	0,00%
III.	<i>Krátkodobé závazky</i>	23,94%	19,51%	20,15%	1,26%	16,34%	-3,92%
1.	Závazky z obchodních vztahů	27,87%	-27,14%	98,54%	-2,20%	23,42%	12,90%
4.	Záv. ke společník., čl. družstva a k účast. sdružení	-100,00%	0,00%	904,01%	-63,56%	97,06%	-17,71%
5.	Závazky k zaměstnancům	19,35%	18,56%	10,98%	14,68%	15,76%	15,94%
6.	Záv. ze sociálního zabezp. a zdravotního poj.	13,50%	24,23%	3,24%	8,39%	5,89%	-18,53%
7.	Stát - Daňové závazky a dotace	-11,55%	1115,55%	-58,22%	18,65%	-19,74%	-93,79%
8.	Krátkodobé přijaté zálohy	-99,88%	-100,00%	0,00%	33233,33%	-100,00%	0,00%
9.	Vydané dluhopisy	0,00%	-100,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
10.	Dohadné účty pasivní	62,39%	-43,19%	99,35%	1,60%	74,90%	-70,11%
11.	Jiné závazky	56,02%	-54,99%	-57,33%	-60,70%	17,46%	-31,95%
IV.	<i>Bankovní úvěry a výpomoci</i>	-20,62%	-21,91%	23,56%	-6,57%	-30,41%	-30,36%
1.	Bankovní úvěry dlouhodobé	-15,73%	-1,20%	21,25%	-10,80%	-31,69%	-42,36%
2.	Krátkodobé bankovní úvěry	-26,97%	-52,90%	30,81%	5,73%	-27,28%	-2,68%
C.	Časové rozlišení	-55,72%	-3,81%	58,43%	-33,72%	9,11%	-44,63%
1.	Výdaje příštích období	-60,65%	-4,05%	72,40%	-31,44%	9,12%	-44,51%
2.	Výnosy příštích období	0,00%	-1,85%	-50,52%	-95,76%	3,33%	-100,00%

Příloha č. 4 Horizontální analýza výkazu zisků a ztrát

		2003-2002	2004-2003	2005-2004	2006-2005	2007-2006	2008-2007
I.	Tržby za prodej zboží	85,66%	-50,61%	-31,58%	17,44%	664,28%	71,17%
A.	Náklady vynaložené na prodané zboží	89,85%	-37,92%	-49,34%	21,57%	659,54%	75,97%
+	Obchodní marže	-37,14%	-1172,73%	-122,46%	-30,19%	759,46%	-14,15%
II.	Výkony	-0,84%	38,83%	8,80%	0,10%	11,70%	5,80%
1.	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	-1,12%	39,19%	5,30%	2,75%	12,22%	4,33%
2.	Změna stavu zásob vlastní činnosti	-60,96%	-298,79%	1136,46%	-73,69%	-31,74%	315,05%
3.	Aktivace	-1,75%	-13,79%	35,03%	-12,82%	-0,20%	-5,21%
B.	Výkonová spotřeba	0,49%	36,11%	9,62%	-2,44%	7,84%	14,63%
1.	Spotřeba materiálu a energie	-0,26%	41,00%	8,86%	-2,43%	9,57%	15,18%
2.	Služby	6,01%	2,56%	16,72%	-2,53%	-7,29%	8,92%
+	Přidaná hodnota	-7,24%	53,00%	5,04%	12,41%	27,87%	-25,46%
C.	Osobní náklady	-2,25%	6,88%	4,21%	0,86%	13,21%	1,81%
1.	Mzdové náklady	-2,32%	5,39%	4,43%	0,85%	8,38%	3,21%
2.	Odměny členům orgánů spol. a družstva	44,44%	38,97%	3,89%	-0,51%	1,03%	-1,78%
3.	Náklady na soc. zabezp. a zdrav. poj.	-2,59%	5,66%	4,51%	1,01%	8,96%	-2,41%
4.	Sociální náklady	-4,49%	51,24%	-1,98%	0,20%	144,60%	3,51%
D.	Daně a poplatky	177,07%	-66,04%	-5,90%	-6,64%	1,73%	-3,64%
E.	Odpisy dl. nehmotného a hmotného majetku	-0,64%	2,21%	4,22%	7,89%	7,84%	2,47%
III.	Tržby z prodeje dl. majetku a materiálu	47,96%	-64,78%	30,53%	-11,80%	-0,03%	-7,48%
1.	Tržby z prodeje dl. majetku	197,71%	-88,95%	66,68%	-33,23%	-24,98%	40,29%
2.	Tržby z prodeje materiálu	-33,67%	-5,64%	20,17%	-3,28%	6,82%	-16,68%
F.	Zůstatková cena prodaného dl. majetku a materiálu	52,33%	-69,31%	86,29%	-39,23%	3,76%	-9,49%
1.	Zůstatková cena prodaného dl. majetku	228,76%	-93,04%	400,27%	-81,87%	-22,22%	63,42%
2.	Prodaný materiál	-34,77%	-10,24%	25,74%	-6,51%	7,62%	-17,33%
G.	Změna stavu rezerv a opr. pol. v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	-294,86%	-216,90%	-154,71%	102,05%	-63,04%	-557,54%
IV.	Ostatní provozní výnosy	465,51%	-43,44%	342,14%	13,82%	-90,07%	707,02%
H.	Ostatní provozní náklady	262,22%	-36,80%	245,73%	29,69%	-87,13%	490,45%
*	<b>Provozní výsledek hospodaření</b>	<b>33,74%</b>	<b>149,44%</b>	<b>39,01%</b>	<b>22,59%</b>	<b>46,00%</b>	<b>-68,50%</b>
VI.	Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	41,40%	5304,27%	-89,98%	-36,49%	-23,95%	-100,00%
J.	Prodané cenné papíry a podíly	175,16%	173,83%	128,91%	-92,98%	679,30%	-100,00%
VII.	Výnosy z dl. finančního majetku	58,59%	446,53%	126,27%	-13,77%	-42,49%	-18,90%
	Výnosy z podílů v ovládaných a řízených osobách a v účet. jedn. pod podstatným vlivem	94,64%	455,48%	126,55%	-13,82%	-42,63%	-18,99%
	Výnosy z ostatních dl. cenných papírů	-100,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
	Výnosy z ostatního dl. finančního majetku	6,95%	-34,70%	-2,36%	39,14%	48,17%	3,38%
IX.	Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů	0,00%	0,00%	0,00%	190,48%	406,56%	218,12%
M.	Změna stavu rezerv a opr. pol. ve finanční oblasti	-66,37%	-49,66%	-161,05%	-200,60%	-34,80%	338,32%
X.	Výnosové úroky	56,42%	3,26%	5,17%	75,82%	14,24%	45,90%
N.	Nákladové úroky	-22,48%	-42,53%	-30,02%	11,75%	-14,50%	-28,45%
XI.	Ostatní finanční výnosy	-36,93%	140,49%	42,81%	-25,86%	-24,23%	26,32%
O.	Ostatní finanční náklady	-64,79%	-45,13%	122,77%	-24,93%	3,66%	118,04%
*	<b>Finanční výsledek hospodaření</b>	<b>-37,05%</b>	<b>-1069,69%</b>	<b>-79,61%</b>	<b>19,36%</b>	<b>-63,89%</b>	<b>-7,67%</b>
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost	-89,22%	10783,06%	-28,02%	11,74%	21,92%	-64,88%
1.	- splatná	24168,72%	1828,30%	-45,22%	39,96%	40,14%	-59,67%
2.	- odložená	-150,47%	-89,10%	-3721,72%	-79,96%	-391,30%	-8,03%
**	<b>Výsledek hospodaření za běžnou činnost</b>	<b>211,06%</b>	<b>396,93%</b>	<b>-16,86%</b>	<b>25,38%</b>	<b>35,35%</b>	<b>-66,85%</b>
XIII.	Mimořádné výnosy	-100,00%	0,00%	0,00%	-100,00%	0,00%	0,00%
R.	Mimořádné náklady	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
*	<b>Mimořádný výsledek hospodaření</b>	<b>-100,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>-100,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>
***	<b>Výsledek hosp. za účetní období (+/-)</b>	<b>67,60%</b>	<b>396,93%</b>	<b>-19,69%</b>	<b>29,80%</b>	<b>35,35%</b>	<b>-66,85%</b>
****	<b>Výsledek hospodaření před zdaněním</b>	<b>36,19%</b>	<b>561,56%</b>	<b>-21,86%</b>	<b>25,46%</b>	<b>32,48%</b>	<b>-66,46%</b>



Příloha č. 5 Vertikální analýza rozvahy

		2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
	<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>
<b>B.</b>	<b>Dlouhodobý majetek</b>	<b>63,22%</b>	<b>65,19%</b>	<b>61,25%</b>	<b>59,06%</b>	<b>56,03%</b>	<b>53,17%</b>	<b>56,58%</b>
I.	<i>Dlouhodobý nehmotný majetek</i>	<i>0,15%</i>	<i>0,14%</i>	<i>0,13%</i>	<i>0,87%</i>	<i>0,35%</i>	<i>0,11%</i>	<i>0,10%</i>
2.	Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,02%
3.	Software	0,13%	0,13%	0,12%	0,14%	0,17%	0,10%	0,08%
4.	Ocenitelná práva	0,01%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,01%	0,00%
6.	Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	0,00%	0,00%	0,00%	0,64%	0,17%	0,00%	0,00%
7.	Nedokončený dl. nehm. majetek	0,01%	0,01%	0,01%	0,09%	0,00%	0,00%	0,01%
II.	<i>Dlouhodobý hmotný majetek</i>	<i>46,74%</i>	<i>46,16%</i>	<i>45,15%</i>	<i>43,06%</i>	<i>41,49%</i>	<i>38,09%</i>	<i>37,26%</i>
1.	Pozemky	2,22%	1,76%	1,65%	1,50%	1,40%	1,32%	1,29%
2.	Stavby	15,47%	14,17%	13,07%	11,85%	11,42%	10,88%	10,32%
3.	Samost. mov. věci a soubory mov. věcí	28,30%	28,19%	27,56%	27,62%	24,92%	23,49%	23,63%
6.	Jiný dlouhodobý hmotný majetek	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%
7.	Nedokončený dl. hmotný majetek	0,61%	1,68%	2,54%	1,90%	3,31%	1,93%	1,86%
8.	Poskytnuté zálohy na dl. hm. majetek	0,14%	0,35%	0,31%	0,18%	0,43%	0,47%	0,15%
III.	<i>Dlouhodobý finanční majetek</i>	<i>16,32%</i>	<i>18,89%</i>	<i>15,98%</i>	<i>15,13%</i>	<i>14,20%</i>	<i>14,97%</i>	<i>19,22%</i>
1.	Podíly v ovládaných a řízených osobách	14,81%	14,67%	15,28%	14,52%	13,63%	14,42%	18,69%
2.	Podíly v účet. jedn. pod podst. vlivem	0,61%	0,61%	0,56%	0,51%	0,48%	0,45%	0,44%
3.	Ostatní dl. cenné papíry a podíly	0,76%	3,48%	0,03%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
5.	Jiný dlouhodobý finanční majetek	0,13%	0,13%	0,12%	0,10%	0,09%	0,08%	0,08%
6.	Pořizovaný dl. finanční majetek	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,01%	0,00%
<b>C.</b>	<b>Oběžná aktiva</b>	<b>36,45%</b>	<b>34,13%</b>	<b>38,22%</b>	<b>40,53%</b>	<b>43,58%</b>	<b>46,33%</b>	<b>43,07%</b>
I.	<i>Zásoby</i>	<i>16,45%</i>	<i>17,68%</i>	<i>19,97%</i>	<i>20,48%</i>	<i>21,96%</i>	<i>21,41%</i>	<i>24,30%</i>
1.	Materiál	7,47%	8,75%	11,10%	8,42%	10,12%	8,73%	11,64%
2.	Nedokončená výroba a polotovary	5,89%	5,95%	5,72%	7,64%	7,46%	7,73%	8,53%
3.	Výrobky	3,01%	2,98%	3,11%	4,43%	4,39%	4,91%	4,10%
5.	Zboží	0,00%	0,01%	0,00%	0,00%	0,00%	0,03%	0,01%
6.	Poskytnuté zálohy na zásoby	0,07%	0,01%	0,04%	0,00%	0,00%	0,00%	0,02%
II.	<i>Dlouhodobé pohledávky</i>	<i>1,46%</i>	<i>1,83%</i>	<i>1,34%</i>	<i>0,48%</i>	<i>0,03%</i>	<i>0,01%</i>	<i>0,01%</i>
1.	Pohledávky z obchodních vztahů	0,05%	0,04%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
2.	Pohledávky - ovládající a řídicí osoba	0,05%	0,03%	0,05%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
5.	Dlouhodobé poskytnuté zálohy	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
7.	Jiné pohledávky	1,36%	1,75%	1,28%	0,47%	0,03%	0,01%	0,01%
III.	<i>Krátkodobé pohledávky</i>	<i>17,97%</i>	<i>12,89%</i>	<i>13,10%</i>	<i>13,25%</i>	<i>13,09%</i>	<i>11,77%</i>	<i>10,06%</i>
1.	Pohledávky z obchodních vztahů	16,82%	12,00%	11,95%	11,97%	12,36%	11,46%	8,70%
2.	Pohledávky - ovládající a řídicí osoba	0,03%	0,03%	0,05%	0,07%	0,00%	0,00%	0,00%
3.	Pohledávky - podstatný vliv	0,03%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
6.	Stát - daňové pohledávky	0,00%	0,02%	0,26%	0,27%	0,26%	0,00%	0,86%
7.	Krátkodobé poskytnuté zálohy	0,29%	0,27%	0,17%	0,07%	0,03%	0,25%	0,24%
8.	Dohadné účty aktivní	0,01%	0,04%	0,12%	0,02%	0,03%	0,01%	0,02%
9.	Jiné pohledávky	0,79%	0,53%	0,54%	0,86%	0,42%	0,05%	0,24%
IV.	<i>Krátkodobý finanční majetek</i>	<i>0,57%</i>	<i>1,73%</i>	<i>3,82%</i>	<i>6,32%</i>	<i>8,50%</i>	<i>13,14%</i>	<i>8,70%</i>
1.	Peníze	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%	0,00%
2.	Účty v bankách	0,56%	0,31%	3,54%	2,97%	5,60%	3,93%	0,15%
3.	Krátkodobé cenné papíry a podíly	0,00%	1,42%	0,27%	3,35%	2,89%	9,20%	8,54%
<b>D.</b>	<b>Časové rozlišení</b>	<b>0,34%</b>	<b>0,68%</b>	<b>0,53%</b>	<b>0,41%</b>	<b>0,38%</b>	<b>0,50%</b>	<b>0,35%</b>
1.	Náklady příštích období	0,19%	0,46%	0,35%	0,22%	0,16%	0,38%	0,29%
2.	Komplexní náklady příštích období	0,11%	0,21%	0,14%	0,19%	0,22%	0,12%	0,06%
3.	Příjmy příštích období	0,04%	0,01%	0,04%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

		2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
	<b>PASIVA CELKEM</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>
A.	Vlastní kapitál	58,58%	61,24%	66,78%	67,63%	71,64%	73,98%	77,72%
I.	<i>Základní kapitál</i>	<i>45,74%</i>	<i>44,09%</i>	<i>41,57%</i>	<i>37,73%</i>	<i>35,42%</i>	<i>33,31%</i>	<i>32,80%</i>
1.	Základní kapitál	45,89%	44,09%	41,57%	37,73%	35,42%	33,31%	32,80%
2.	Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly	-0,15%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
II.	<i>Kapitálové fondy</i>	<i>0,75%</i>	<i>2,75%</i>	<i>0,37%</i>	<i>0,40%</i>	<i>0,38%</i>	<i>0,35%</i>	<i>0,35%</i>
2.	Ostatní kapitálové fondy	0,49%	0,47%	0,44%	0,40%	0,38%	0,35%	0,35%
3.	Oceňovací rozdíly z přecenění maj. a záv.	0,26%	2,28%	-0,07%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
III.	<i>Rez. fondy, neděl. fond a ost. fondy ze zisku</i>	<i>10,34%</i>	<i>11,58%</i>	<i>11,04%</i>	<i>10,59%</i>	<i>10,37%</i>	<i>10,30%</i>	<i>10,88%</i>
1.	Zákonný rezervní fond/Nedělitelný fond	0,81%	0,71%	0,81%	1,33%	1,70%	2,15%	2,85%
2.	Statutární a ostatní fondy	9,53%	10,87%	10,23%	9,26%	8,67%	8,15%	8,03%
IV.	<i>Výsledek hospodaření minulých let</i>	<i>0,00%</i>	<i>0,00%</i>	<i>0,61%</i>	<i>9,29%</i>	<i>13,76%</i>	<i>15,09%</i>	<i>28,82%</i>
1.	Nerozdělený zisk minulých let	0,00%	0,00%	0,61%	9,29%	13,76%	15,09%	28,82%
V.	<i>VH běžného účetního období ( +/- )</i>	<i>1,75%</i>	<i>2,82%</i>	<i>13,20%</i>	<i>9,62%</i>	<i>11,72%</i>	<i>14,92%</i>	<i>4,87%</i>
B.	Cizí zdroje	41,25%	38,69%	33,16%	32,27%	28,30%	25,96%	22,25%
I.	<i>Rezervy</i>	<i>5,49%</i>	<i>4,06%</i>	<i>5,17%</i>	<i>3,11%</i>	<i>2,09%</i>	<i>2,20%</i>	<i>1,63%</i>
1.	Rezervy podle zvláštních právních předpisů	4,92%	3,20%	3,50%	2,47%	1,03%	0,38%	0,19%
4.	Ostatní rezervy	0,57%	0,86%	1,67%	0,64%	1,06%	1,82%	1,44%
II.	<i>Dlouhodobé závazky</i>	<i>9,13%</i>	<i>10,06%</i>	<i>5,25%</i>	<i>4,08%</i>	<i>3,14%</i>	<i>2,55%</i>	<i>2,13%</i>
1.	Závazky z obchodních vztahů	0,00%	0,00%	0,00%	0,05%	0,03%	0,10%	0,05%
5.	Dlouhodobé přijaté zálohy	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,01%
6.	Vydané dluhopisy	5,66%	5,44%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
7.	Dlouhodobé směnky k úhradě	0,00%	0,70%	0,47%	0,27%	0,12%	0,00%	0,00%
9.	Jiné závazky	0,40%	0,46%	0,14%	0,02%	0,00%	0,00%	0,00%
10.	Odložený daňový závazek	3,07%	3,46%	2,54%	3,04%	2,99%	2,44%	2,07%
11.	Stát - Daňové závazky a dotace	0,00%	0,00%	2,10%	0,70%	0,00%	0,00%	0,00%
III.	<i>Krátkodobé závazky</i>	<i>9,98%</i>	<i>11,88%</i>	<i>13,39%</i>	<i>14,60%</i>	<i>13,88%</i>	<i>15,19%</i>	<i>14,37%</i>
1.	Závazky z obchodních vztahů	6,98%	8,57%	5,89%	10,61%	9,74%	11,31%	12,57%
4.	Záv. ke společník., čl. družstva a k účast. sdružení	0,11%	0,00%	0,01%	0,11%	0,04%	0,07%	0,05%
5.	Závazky k zaměstnancům	0,64%	0,73%	0,82%	0,82%	0,88%	0,96%	1,10%
6.	Záv. ze sociálního zabezp. a zdravotního poj.	0,32%	0,35%	0,41%	0,38%	0,39%	0,39%	0,31%
7.	Stát - Daňové závazky a dotace	0,58%	0,49%	5,63%	2,13%	2,38%	1,79%	0,11%
8.	Krátkodobé přijaté zálohy	0,08%	0,00%	0,00%	0,00%	0,03%	0,00%	0,00%
9.	Vydané dluhopisy	0,35%	0,34%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
10.	Dohadné účty pasivní	0,25%	0,39%	0,21%	0,38%	0,36%	0,60%	0,18%
11.	Jiné závazky	0,67%	1,01%	0,43%	0,17%	0,06%	0,07%	0,05%
IV.	<i>Bankovní úvěry a výpomoci</i>	<i>16,65%</i>	<i>12,70%</i>	<i>9,35%</i>	<i>10,48%</i>	<i>9,19%</i>	<i>6,02%</i>	<i>4,13%</i>
1.	Bankovní úvěry dlouhodobé	9,40%	7,61%	7,09%	7,80%	6,53%	4,20%	2,38%
2.	Krátkodobé bankovní úvěry	7,25%	5,08%	2,26%	2,68%	2,66%	1,82%	1,74%
C.	Časové rozlišení	0,17%	0,07%	0,06%	0,09%	0,06%	0,06%	0,03%
1.	Výdaje příštích období	0,17%	0,06%	0,06%	0,09%	0,06%	0,06%	0,03%
2.	Výnosy příštích období	0,00%	0,01%	0,01%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%



Příloha č. 6 Vertikální analýza výkazu zisků a ztrát

		2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
I.	Tržby za prodej zboží	0,00%	0,01%	0,00%	0,00%	0,00%	0,02%	0,03%
A.	Náklady vynaložené na prodané zboží	0,00%	0,01%	0,00%	0,00%	0,00%	0,02%	0,03%
+	Obchodní marže	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
II.	Výkony	101,47%	101,76%	101,49%	104,87%	102,17%	101,69%	103,12%
1.	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
2.	Změna stavu zásob vlastní činnosti	-0,50%	-0,20%	0,28%	3,32%	0,85%	0,52%	2,05%
3.	Aktivace	1,97%	1,96%	1,21%	1,55%	1,32%	1,17%	1,06%
B.	Výkonová spotřeba	83,99%	85,36%	83,47%	86,89%	82,50%	79,28%	87,11%
1.	Spotřeba materiálu a energie	73,85%	74,49%	75,46%	78,01%	74,08%	72,32%	79,84%
2.	Služby	10,14%	10,87%	8,01%	8,88%	8,42%	6,96%	7,26%
+	Přidaná hodnota	17,48%	16,40%	18,02%	17,98%	19,67%	22,41%	16,01%
C.	Osobní náklady	9,98%	9,86%	7,57%	7,50%	7,36%	7,42%	7,24%
1.	Mzdové náklady	7,09%	7,00%	5,30%	5,26%	5,16%	4,98%	4,93%
2.	Odměny členům orgánů spol. a družstva	0,04%	0,06%	0,06%	0,06%	0,06%	0,05%	0,05%
3.	Náklady na soc. zabezp. a zdrav. poj.	2,58%	2,54%	1,93%	1,91%	1,88%	1,83%	1,71%
4.	Sociální náklady	0,27%	0,26%	0,28%	0,26%	0,26%	0,56%	0,55%
D.	Daně a poplatky	0,08%	0,23%	0,06%	0,05%	0,05%	0,04%	0,04%
E.	Odpisy dl. nehm. a hmotného majetku	3,83%	3,85%	2,82%	2,80%	2,94%	2,82%	2,77%
III.	Tržby z prodeje dl. majetku a materiálu	1,11%	1,67%	0,42%	0,52%	0,45%	0,40%	0,35%
1.	Tržby z prodeje dl. majetku	0,39%	1,18%	0,09%	0,15%	0,10%	0,06%	0,09%
2.	Tržby z prodeje materiálu	0,72%	0,48%	0,33%	0,37%	0,35%	0,34%	0,27%
F.	Zůstatková cena prodaného dl. majetku a materiálu	1,00%	1,55%	0,34%	0,60%	0,36%	0,33%	0,29%
1.	Zůstatková cena prodaného dl. majetku	0,33%	1,10%	0,06%	0,26%	0,05%	0,03%	0,05%
2.	Prodáný materiál	0,67%	0,44%	0,29%	0,34%	0,31%	0,30%	0,24%
G.	Změna stavu rezerv a opr. pol. v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích obd	0,72%	-1,42%	1,20%	-0,62%	-1,22%	-0,40%	1,76%
IV.	Ostatní provozní výnosy	0,58%	3,30%	1,34%	5,63%	6,24%	0,55%	4,27%
H.	Ostatní provozní náklady	1,08%	3,95%	1,79%	5,88%	7,43%	0,85%	4,82%
*	<b>Provozní výsledek hospodaření</b>	<b>2,48%</b>	<b>3,35%</b>	<b>6,00%</b>	<b>7,92%</b>	<b>9,45%</b>	<b>12,30%</b>	<b>3,71%</b>
VI.	Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0,10%	0,15%	5,64%	0,54%	0,33%	0,23%	0,00%
J.	Prodané cenné papíry a podíly	0,05%	0,13%	0,25%	0,55%	0,04%	0,26%	0,00%
VII.	Výnosy z dl. finančního majetku	0,10%	0,15%	0,60%	1,29%	1,08%	0,55%	0,43%
1.	Výnosy z podílů v ovládaných a řízených osobách a v účet. jedn. pod podstatným vlivem	0,08%	0,15%	0,60%	1,28%	1,08%	0,55%	0,43%
2.	Výnosy z ostatních dl. cenných papírů	0,02%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
3.	Výnosy z ostatního dl. finančního majetku	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
IX.	Výnosy z přecenění CP a derivátů	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
M.	Změna stavu rezerv a opr. pol. ve fin. oblasti	-0,81%	-0,27%	-0,10%	0,06%	-0,06%	-0,03%	-0,14%
X.	Výnosové úroky	0,06%	0,10%	0,07%	0,07%	0,12%	0,12%	0,17%
N.	Nákladové úroky	1,52%	1,19%	0,49%	0,33%	0,36%	0,27%	0,19%
XI.	Ostatní finanční výnosy	0,36%	0,23%	0,40%	0,54%	0,39%	0,26%	0,32%
O.	Ostatní finanční náklady	1,19%	0,42%	0,17%	0,35%	0,26%	0,24%	0,50%
*	<b>Finanční výsledek hospodaření</b>	<b>-1,33%</b>	<b>-0,85%</b>	<b>5,90%</b>	<b>1,14%</b>	<b>1,33%</b>	<b>0,43%</b>	<b>0,38%</b>
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost	0,36%	0,04%	3,10%	2,12%	2,31%	2,51%	0,84%
1.	- splatná	0,00%	0,23%	3,12%	1,62%	2,21%	2,76%	1,07%
2.	- odložená	0,36%	-0,19%	-0,01%	0,50%	0,10%	-0,25%	-0,22%
**	<b>Výsledek hospodaření za běžnou činnost</b>	<b>0,78%</b>	<b>2,46%</b>	<b>8,80%</b>	<b>6,94%</b>	<b>8,47%</b>	<b>10,22%</b>	<b>3,25%</b>
XIII.	Mimořádné výnosy	0,67%	0,00%	0,00%	0,21%	0,00%	0,00%	0,00%
R.	Mimořádné náklady	0,00%	0,00%	0,00%	0,45%	0,00%	0,00%	0,00%
*	<b>Mimořádný výsledek hospodaření</b>	<b>0,67%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>-0,24%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>
***	<b>Výsledek hosp. za účetní období (+/-)</b>	<b>1,45%</b>	<b>2,46%</b>	<b>8,80%</b>	<b>6,71%</b>	<b>8,47%</b>	<b>10,22%</b>	<b>3,25%</b>
****	<b>Výsledek hosp. před zdaněním</b>	<b>1,82%</b>	<b>2,50%</b>	<b>11,90%</b>	<b>8,83%</b>	<b>10,78%</b>	<b>12,73%</b>	<b>4,09%</b>

*Příloha č. 7 Plánovaná rozvaha na období 2009 – 2013 (v tis. Kč)*

		31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013
	<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>23 484 691</b>	<b>23 693 393</b>	<b>25 115 176</b>	<b>27 541 305</b>	<b>29 776 856</b>
<b>B.</b>	<b>Dlouhodobý majetek</b>	<b>13 123 789</b>	<b>13 644 616</b>	<b>14 199 164</b>	<b>14 790 204</b>	<b>16 011 206</b>
I.	<i>Dlouhodobý nehmotný majetek</i>	28 837	28 837	28 837	28 837	28 837
II.	<i>Dlouhodobý hmotný majetek</i>	9 395 971	9 583 890	9 775 568	9 971 079	10 569 344
III.	<i>Dlouhodobý finanční majetek</i>	3 698 981	4 031 889	4 394 759	4 790 288	5 413 025
<b>C.</b>	<b>Oběžná aktiva</b>	<b>10 276 540</b>	<b>9 967 367</b>	<b>10 837 452</b>	<b>12 675 290</b>	<b>13 692 493</b>
I.	<i>Zásoby</i>	5 796 785	6 028 656	6 510 949	7 031 825	7 594 371
II.	<i>Dlouhodobé pohledávky</i>	4 424	5 353	6 477	7 837	9 483
III.	<i>Krátkodobé pohledávky</i>	2 400 112	2 592 121	2 799 491	3 023 450	3 265 326
1.	Pohledávky z obchodních vztahů	2 075 522	2 241 564	2 420 889	2 614 560	2 823 725
IV.	<i>Krátkodobý finanční majetek</i>	2 075 219	1 341 237	1 520 535	2 612 178	2 823 313
<b>D.</b>	<b>Časové rozlišení</b>	<b>84 362</b>	<b>81 410</b>	<b>78 560</b>	<b>75 811</b>	<b>73 157</b>
	<b>PASIVA CELKEM</b>	<b>23 484 691</b>	<b>23 693 393</b>	<b>25 115 176</b>	<b>27 541 305</b>	<b>29 776 856</b>
<b>A.</b>	<b>Vlastní kapitál</b>	<b>18 101 321</b>	<b>18 082 829</b>	<b>19 273 084</b>	<b>21 778 522</b>	<b>24 703 421</b>
I.	<i>Základní kapitál</i>	8 109 863	8 109 863	8 109 863	8 109 863	8 109 863
II.	<i>Kapitálové fondy</i>	86 360	86 360	86 360	86 360	86 360
III.	<i>Rez. fondy, neděl. fond a ost. fondy ze zisku</i>	2 749 675	2 749 675	2 787 021	2 884 804	3 050 214
1.	Zákonný rezervní fond/Nedělitelný fond	765 408	765 408	802 754	900 537	1 065 947
2.	Statutární a ostatní fondy	1 984 267	1 984 267	1 984 267	1 984 267	1 984 267
IV.	<i>Výsledek hospodaření minulých let</i>	7 563 331	6 390 015	6 334 177	7 389 303	8 639 091
1.	Nerozdělený zisk minulých let	7 563 331	6 390 015	6 334 177	7 389 303	8 639 091
V.	<i>VH běžného účetního období ( +/-)</i>	-407 908	746 916	1 955 663	3 308 192	4 817 893
<b>B.</b>	<b>Cizí zdroje</b>	<b>5 105 490</b>	<b>5 263 543</b>	<b>5 506 406</b>	<b>5 747 981</b>	<b>5 016 303</b>
I.	<i>Rezervy</i>	446 624	495 753	550 285	610 817	305 408
II.	<i>Dlouhodobé závazky</i>	499 244	474 282	450 568	428 039	406 637
III.	<i>Krátkodobé závazky</i>	3 428 756	3 703 056	3 999 301	4 319 245	4 016 898
1.	Závazky z obchodních vztahů	2 999 859	3 239 848	3 499 035	3 778 958	3 514 431
IV.	<i>Bankovní úvěry a výpomoci</i>	730 866	590 452	506 252	389 879	287 359
1.	Bankovní úvěry dlouhodobé	506 560	435 641	374 652	322 200	277 092
2.	Krátkodobé bankovní úvěry	224 306	154 811	131 600	67 679	10 267
<b>C.</b>	<b>Časové rozlišení</b>	<b>277 880</b>	<b>347 021</b>	<b>335 686</b>	<b>14 802</b>	<b>57 132</b>

*Príloha č. 8 Plánovaný výkaz zisků a ztrát na období 2009 – 2013 (v tis. Kč)*

		31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013
I.	Tržby za prodej zboží	9 859	10 648	11 500	12 420	13 414
A.	Náklady vynaložené na prodané zboží	9 366	10 116	10 925	11 799	12 743
+	Obchodní marže	493	532	575	621	671
II.	Výkony	36 412 532	39 276 766	42 372 577	45 718 370	49 334 026
1.	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	35 786 881	38 649 832	41 741 818	45 081 164	48 687 657
2.	Změna stavu zásob vlastní činnosti	250 508	270 549	292 193	315 568	340 814
3.	Aktivace	375 143	356 386	338 566	321 638	305 556
B.	Výkonová spotřeba	33 299 366	34 731 544	36 229 025	37 795 064	39 433 093
1.	Spotřeba materiálu a energie	30 794 285	32 026 056	33 307 098	34 639 382	36 024 957
2.	Služby	2 505 082	2 705 488	2 921 927	3 155 681	3 408 136
+	Přidaná hodnota	3 113 659	4 545 754	6 144 127	7 923 927	9 901 604
C.	Osobní náklady	2 757 887	2 848 467	2 942 032	3 038 680	3 138 513
1.	Mzdové náklady	1 889 085	1 951 425	2 015 822	2 082 344	2 151 062
2.	Odměny členům orgánů spol. a družstva	18 713	18 900	19 089	19 280	19 473
3.	Náklady na soc. zabezp. a zdrav. poj.	642 289	663 485	685 380	707 997	731 361
4.	Sociální náklady	207 799	214 657	221 740	229 058	236 617
D.	Daně a poplatky	14 466	14 611	14 757	14 905	15 054
E.	Odpisy dl. nehmotného a hmotného majetku	1 068 733	1 111 482	1 155 942	1 202 179	1 250 267
III.	Tržby z prodeje dl. majetku a materiálu	126 868	133 186	139 856	146 900	154 342
1.	Tržby z prodeje dl. majetku	31 083	33 569	36 255	39 155	42 288
2.	Tržby z prodeje materiálu	95 785	99 616	103 601	107 745	112 055
F.	Zůstatková cena prod. dl. majetku a materiálu	101 494	106 548	111 885	117 520	123 474
1.	Zůstatková cena prodaného dl. majetku	13 194	13 851	14 545	15 278	16 052
2.	Prodaný materiál	88 300	92 697	97 340	102 243	107 422
G.	Změna stavu rezerv a opr. pol. v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	58 067	58 067	58 067	58 067	58 067
IV.	Ostatní provozní výnosy	1 324 115	1 430 044	1 544 447	1 668 003	1 801 443
H.	Ostatní provozní náklady	1 216 754	1 314 094	1 419 222	1 532 760	1 655 380
*	<b>Provozní výsledek hospodaření</b>	<b>-652 760</b>	<b>655 714</b>	<b>2 126 526</b>	<b>3 774 720</b>	<b>5 616 635</b>
VI.	Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	80 592	80 592	80 592	80 592	80 592
J.	Prodané cenné papíry a podíly	35 787	35 787	35 787	35 787	35 787
VII.	Výnosy z dl. finančního majetku	153 835	166 142	179 433	193 788	209 288
1.	Výnosy z podílů v ovládaných a řízených osobách a v účet. jedn. pod podstatným vlivem	153 312	165 577	178 823	193 129	208 579
2.	Výnosy z ostatních dl. cenných papírů	0	0	0	0	0
3.	Výnosy z ostatního dl. finančního majetku	523	565	610	659	709
IX.	Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů	196	196	196	196	196
M.	Změna stavu rezerv a opr. pol. ve finanční oblasti	-29 316	-29 316	-29 316	-29 316	-29 316
X.	Výnosové úroky	53 680	57 975	62 613	67 622	73 031
N.	Nákladové úroky	52 744	37 786	30 526	26 173	20 157
XI.	Ostatní finanční výnosy	123 124	129 280	135 744	142 531	149 658
O.	Ostatní finanční náklady	107 361	115 949	125 225	135 243	146 063
*	<b>Finanční výsledek hospodaření</b>	<b>244 852</b>	<b>273 979</b>	<b>296 355</b>	<b>316 842</b>	<b>340 075</b>
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost	0	176 642	460 347	777 397	1 131 775
1.	- splatná	0	176 642	460 347	777 397	1 131 775
2.	- odložená	0	0	0	0	0
**	<b>Výsledek hospodaření za běžnou činnost</b>	<b>-407 908</b>	<b>753 051</b>	<b>1 962 534</b>	<b>3 314 165</b>	<b>4 824 936</b>
XIII.	Mimořádné výnosy	0	0	0	0	0
R.	Mimořádné náklady	0	0	0	0	0
*	<b>Mimořádný výsledek hospodaření</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
***	<b>Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)</b>	<b>-407 908</b>	<b>753 051</b>	<b>1 962 534</b>	<b>3 314 165</b>	<b>4 824 936</b>
****	<b>Výsledek hospodaření před zdaněním</b>	<b>-407 908</b>	<b>929 692</b>	<b>2 422 881</b>	<b>4 091 562</b>	<b>5 956 711</b>





